



Introducción

El final del año 2015 y los primeros meses de 2016 constituyeron un punto de inflexión histórico para Argentina en muchos aspectos. En primer lugar en el plano político: en noviembre de 2015 fue la primera vez desde el regreso de la democracia en 1983 que un candidato, Mauricio Macri (coalición de centro-derecha), quien no es miembro del partido peronista ni del partido radical, es elegido como presidente de la República. En el plano económico igualmente. Tras 12 años con un modelo centrado en el proteccionismo, el intervencionismo del Estado y el apoyo al consumo de los hogares, la política económica establecida por el gobierno de Macri indujo un cambio de rumbo con respecto a la de la administración anterior. En efecto, pretende ser más extrovertida, apostando por el liberalismo económico y la reactivación de la inversión financiada mediante el endeudamiento externo.

Desde su llegada al poder, el nuevo gobierno ha realizado así numerosas reformas destinadas a corregir los desequilibrios económicos y a tranquilizar a los inversores extranjeros: supresión del control de cambio e introducción de un mecanismo de tipo de cambio flexible, establecimiento progresivo de una política monetaria de objetivos de inflación, reestructuración del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y publicación de nuevas series de producto interior bruto (PIB) e inflación, celebración de un acuerdo con los fondos «buitre» que permite que Argentina regrese al mercado internacional de obligaciones. La reacción de los inversores a este conjunto de medidas fue favorable en un primer momento, como demuestra su apetito

Argentina: ¿nuevo modelo, nueva dinámica?

David Chetboun

*Dirección Ejecutiva de Innovación,
Investigación y Conocimientos
(IRS, por sus siglas en francés)*

*Departamento de Diagnósticos
Económicos y Políticas Públicas (ECO)
chetbound@afd.fr*

respecto a las emisiones de obligaciones realizadas por el país en los mercados financieros internacionales en 2016 y 2017.

No obstante, el equilibrio sigue siendo precario habida cuenta de las numerosas vulnerabilidades estructurales presentadas por la economía. La inflación era de 35 % en agosto de 2018 y podría alcanzar el 40 % de aquí a finales de año. El déficit público, de 6,5 % del PIB en 2017, está esencialmente financiado mediante endeudamiento externo. El déficit corriente es cada vez mayor, penalizado por una falta de competitividad en la exportación. En este contexto, el país sigue expuesto a los cambios de los mercados y a choques externos como los observados durante el segundo trimestre y el verano de 2018, cuestionando la política económica de «gradualismo» impulsada por el gobierno de Macri.

En este contexto, este estudio propone hacer un balance sobre la situación macroeconómica y financiera de Argentina. Se articula en torno a cinco partes. La primera parte presenta el contexto sociopolítico argentino. En la segunda parte se abordan las evoluciones estructurales del modelo de cre-

cimiento. La tercera parte analiza la evolución de las finanzas públicas y la cuarta parte se centra en el sistema bancario y la política monetaria. Por último, se completa el diagnóstico mediante un análisis de los equilibrios externos del país.

Índice

1/ UNA DEMOCRACIA CONSOLIDADA EN LA QUE LOS RETOS SOCIOECONÓMICOS SIGUEN SIENDO APREMIANTES	3	4 / UN SECTOR BANCARIO SANO PERO POCO PROFUNDO	24
1.1. Una turbulenta historia política pero una democracia que se ha consolidado desde hace más de treinta años	3	4.1. Escasa profundidad del sector financiero	24
1.2. Un paisaje político moldeado por la división entre peronistas y antiperonistas	4	4.2. Un sector bancario sano, rentable y bien capitalizado	25
1.3. El sindicalismo, actor principal de la vida política	4	4.3. Una política monetaria en busca de credibilidad	27
1.4. Un régimen federal caracterizado por una relación de poder entre el Estado central y las provincias	5	5 / L EQUILIBRIO EXTERNO SIGUE SIENDO FRÁGIL	29
1.5. Importantes retos socioeconómicos a pesar de un alto nivel de riqueza por habitante	6	5.1. Una cuenta corriente que ha pasado a ser estructuralmente deficitaria como reflejo de la competitividad en la exportación	29
2 / UN CRECIMIENTO VOLÁTIL Y SOMETIDO A LAS MODIFICACIONES DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS	8	5.2. Aumento de los flujos de cartera entrantes tras la supresión de las restricciones externas	31
2.1. Una historia económica turbulenta que entorpece el desarrollo del país	8	5.3. La liquidez externa de nuevo orientada a la baja	32
2.2. Una escasa evolución de la productividad que genera un déficit de competitividad	10	LISTA DE ACRÓNIMOS Y ABREVIATURAS	35
2.3. La reciente fragilización de la economía aumenta las incertidumbres en el plano político	14	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	36
3 / UNA CREDIBILIDAD EN MATERIA DE FINANZAS PÚBLICAS QUE RESTAURAR	16		
3.1. Aumento rápido de la deuda pública tras el retorno de Argentina a los mercados internacionales	16		
3.2. Importantes déficits presupuestarios asociados al alto nivel de gasto público	19		

1 / Una democracia consolidada en la que los retos socioeconómicos siguen siendo apremiantes

1.1. Una turbulenta historia política pero una democracia que se ha consolidado desde hace más de treinta años

Tierra de inmigración para los europeos y tierra de inversión para los capitales ingleses y estadounidenses a partir de finales del siglo XIX, en particular en los puertos y ferrocarriles para la extracción de los productos agrícolas, Argentina experimentó un crecimiento espectacular hasta finales de los años 20. Su población se duplicó cada 20 años entre 1850 (1 millón de habitantes) y 1914 (8 millones), hasta alcanzar los 42 millones en la actualidad. El desarrollo económico del país estaba impulsado por las exportaciones de lana, carne y cereales a Europa, explotando el inmenso espacio disponible ^[1]. En 1913, el país se encontraba en el 12° puesto mundial en términos de PIB por cabeza con una clase media establecida, mientras que en Buenos Aires se inauguraba el primer metro de América del Sur.

Desestabilizada por la contracción de los mercados internacionales como consecuencia de la gran crisis de 1929, Argentina entró entonces en un largo periodo de inestabilidad política marcada por numerosos golpes de Estado militares. A pesar de que había sido elegido de forma legítima dos años antes, el presidente Yrigoyen fue destituido en 1930 por el poder militar que actuaba por cuenta de la oligarquía terrateniente. Este evento constituyó un hito en la historia política del país. Entre 1930 y 1983, Argentina pasó por una serie de regímenes de naturaleza autoritaria y con frecuencia militar: de los dieciséis presidentes que dirigieron el país durante este periodo, once tomaron el poder por la fuerza.

En 1943, Juan Domingo Perón ocupaba una posición destacada en la dictadura militar que tomó el poder por la fuerza después de diez años marcados por el fraude electoral, la corrupción y el ascenso del fascismo. A continuación fue

elegido democráticamente en 1946 con el 56 % de los votos emitidos. Aunque bajo su presidencia se mantuvo el multipartidismo, Perón instauró una forma de poder populista y nacionalista que definió como «justicialista». Se apoyó en tres ramas principales: (i) política; (ii) sindical, que permitió la integración de la clase obrera en el Estado; y (iii) femenina, creada tras el establecimiento del derecho de voto de las mujeres en 1947. Perón se aseguró el apoyo de la población gracias a numerosas medidas sociales: programas de protección social, vacaciones pagadas, aumentos de salarios de los funcionarios, derecho de voto de las mujeres, etc. Más preocupado por redistribuir la riqueza y guiar a la población que por transformar las estructuras productivas, dejó al país expuesto a la gran bajada de los precios agrícolas en los años 50, lo cual sumió a la economía en una recesión. Como consecuencia de un golpe de Estado militar, Perón dejó el poder en 1955. Su partido político fue prohibido, sus simpatizantes perseguidos y varias decenas de directivos ejecutados.

Argentina vivió entonces dos décadas marcadas por la proscripción del peronismo en las elecciones, una gran conflictividad social y varios golpes de Estado militares. Tras 18 años de exilio, Perón, de regreso en Argentina, fue elegido democráticamente presidente de la República en 1973, el cual constituyó su tercer mandato. Tras su fallecimiento en 1974, su tercera esposa entonces vicepresidenta le sucedió, siendo a su vez derrocada por el poder militar en 1976. La junta militar gobernó a continuación el país de manera autoritaria hasta 1983 en el periodo denominado de «guerra sucia», hasta que la derrota de Argentina durante la guerra de las Malvinas y las dificultades económicas provocaron su salida.

La elección presidencial de Raúl Alfonsín en 1983 marcó así la reinstauración de la democracia y la separación definitiva del poder militar de la vida política.

[1] Con una superficie cinco veces mayor que la de Francia, Argentina es el octavo país más grande del mundo.

En 2001, Argentina se vio afectada por una grave crisis económica y social. Ante la importante recesión que afectaba al país, las manifestaciones públicas se multiplicaron y fueron severamente reprimidas. Los disturbios dieron como resultado un total de treinta y cinco muertos y se declaró el estado de emergencia. Estos acontecimientos desembocaron en una crisis política que conllevó la dimisión del presidente De La Rúa a mitad de su mandato y la sucesión de cinco presidentes a la cabeza del país en tan solo un mes.

Esta inestabilidad política finalizó en 2002 cuando Duhalde fue elegido presidente. En 2003, Néstor Kirchner, miembro del Partido Justicialista, heredero del peronismo, fue elegido presidente del país. Cristina, su esposa, le sucedió en 2007 durante dos mandatos (2007-2015). El modelo político establecido por el matrimonio Kirchner se caracterizó por un fuerte intervencionismo del Estado y una política de inclusión social voluntarista. Después de doce años de «kirchnerismo», la elección en 2015 de Mauricio Macri, miembro de la oposición de centro-derecha, a la presidencia de la República constituyó un nuevo giro político. En efecto, por primera vez desde los años 1940, el presidente elegido no es ni peronista ni miembro del Partido Radical.

1.2. Un paisaje político moldeado por la división entre peronistas y antiperonistas

Desde 1983 y el final de la dictadura militar, las condiciones de expresión de la democracia se han visto reforzadas en Argentina. En efecto, el multipartidismo está arraigado en la vida política y las elecciones a todos los niveles del poder son pluralistas, transparentes, mientras que sus resultados no son objeto de impugnación alguna.

Tras el desarrollo del peronismo, a partir de 1946, el paisaje político argentino puede descomponerse en peronistas y antiperonistas. El movimiento peronista o justicialista ha dominado durante mucho tiempo la competición política del país. El peronismo, que puede ser definido originalmente como una ideología nacionalista, personalista y populista, reivindica la integración de la clase obrera en el espacio estatal gracias a la mediación de los sindicatos y defiende dos conceptos principales: la justicia social y la soberanía nacional. Sin embargo no dejó de evolucionar, tanto que se ha convertido con los años en un movimiento político polifacético del que no se puede determinar con precisión si se sitúa a la izquierda o a la derecha. Por tanto, mientras que Menem, en el poder en 1989,

le dio al movimiento una orientación considerablemente neoliberal, el enfoque del matrimonio Kirchner fue por el contrario mucho más social y se asemejaba más al movimiento inicialmente creado por Perón.

Desde la transición política en 1983, los peronistas no han perdido nunca dos elecciones presidenciales sucesivas. Sin embargo, el peronismo está en la actualidad muy fragmentado entre tres partidos políticos (Partido Justicialista, Frente para la Victoria y Unidad Ciudadana, recientemente creado por la expresidenta Cristina Kirchner), mientras que surgen pocos líderes nuevos.

1.3 El sindicalismo, actor principal de la vida política

El sindicalismo surgió en Argentina a finales del siglo XIX, mientras que la Confederación General del Trabajo (CGT), principal sindicato del país, se creó en 1930. La llegada al poder de Perón constituyó una ruptura en la historia de los sindicatos en Argentina. En efecto, en la doctrina peronista el sindicalismo fue considerado como uno de los pilares del movimiento nacional y se incorporó progresivamente en las instituciones estatales. De hecho, el Estado reconoció a las organizaciones sindicales miembros de la CGT como interlocutores privilegiados en las conversaciones con los empleadores sobre el desarrollo de la negociación colectiva o el fortalecimiento del poder de los delegados en las empresas. El modelo sindical argentino se basa en el monopolio de la representatividad a nivel de cada sector: el sindicato que tenga mayor número de afiliados es el único con capacidad para representar a los trabajadores en las negociaciones y los conflictos.

Tras la partida de Perón en 1955 y durante los años de prohibición del peronismo, el sindicalismo tomó el relevo político del partido peronista en términos de oposición. Aprovechando su capacidad de movilización y liderazgo de las clases populares, su acción política se reforzó y el poder sindical se utilizó para negociar con el Estado, en detrimento de su acción reivindicativa dentro de la empresa.

La llegada de la Junta Militar al poder en 1976 modificó de nuevo las relaciones de poder. Se suspendió el derecho de huelga y el proceso de negociación colectiva, a la vez que se suspendió provisionalmente la CGT en 1979. Sin embargo, el objetivo de la dictadura militar no era destruir la estructura sindical, sino más bien dividirla, buscando aliados en su seno.



En un contexto de debilitamiento de los sindicatos tras el periodo de autoritarismo militar, la instauración de la democracia en 1983 estuvo acompañada de una reconstrucción de su capacidad de influencia y de un retorno al modelo de representatividad establecido bajo Perón. Sin embargo, el neoliberalismo de finales de los años 80 y de la década de los 90 aplicado bajo la presidencia de Menem se tradujo en una flexibilización de la legislación laboral que pretendía reducir los costes y mejorar la movilidad de la mano de obra. Esta política económica desestabilizó al movimiento sindical haciendo surgir profundas divergencias: mientras que la CGT apoyaba la acción del gobierno, otros sindicatos se oponían a estas políticas. En este contexto, se generó un distanciamiento entre la base sindical y los dirigentes, quienes continuaron la negociación con las empresas y el Estado. Por ejemplo, durante las manifestaciones que se produjeron tras la crisis económica de 2001, la dirección sindical fue muy desacreditada por los manifestantes.

De manera general, los sindicatos se presentaron como actores principales de la vida política del país debido a su identificación simbólica con el peronismo y su capacidad de acción directa (huelgas, bloqueos, presiones, etc.). Sin embargo, sus dirigentes fueron muy criticados por la población como consecuencia de una organización interna muy poco democrática y acusaciones de corrupción.

Bajo la presidencia de Kirchner, la acción sindical se renovó. Desde 2004, los sindicatos participan en el Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil, el cual determina los aumentos del salario mínimo. En paralelo, los conflictos laborales se desarrollaron, dando un lugar cada vez mayor a los delegados sindicales en las negociaciones, mientras que se produjo un aumento del número de trabajadores sindicados (40 %). La elección de Macri en 2015 y el regreso a un mayor liberalismo económico hicieron surgir de nuevo algunas líneas de fractura. Mientras que los líderes sindicales han seguido una lógica de negociación de ventajas parciales con el poder al considerar el ajuste económico actual como ineludible, han sido las bases sindicales las que han iniciado las últimas huelgas.

1.4. Un régimen federal caracterizado por una relación de poder entre el Estado central y las provincias

Argentina es una República federal dotada de un régimen presidencial. El presidente es elegido por sufragio universal directo por un mandato de cuatro años renovable una sola vez. La constitución data de 1853 y ha sido modificada en cinco ocasiones; la última revisión se realizó en 1994. El país está formado por 23 provincias y el distrito federal de Buenos Aires. Cada provincia está dirigida por un gobernador, igualmente elegido por cuatro años mediante sufragio universal directo. Las provincias disponen de su propio gobierno, un parlamento y una constitución. Esta define la organización institucional, política, administrativa, económica y financiera de la provincia. Las provincias tienen una autonomía importante respecto al Estado central en la definición de su sistema político, electoral y municipal.

La constitución reserva sin embargo al poder central las competencias soberanas (asuntos exteriores, defensa, moneda, crédito). Las provincias son igualmente muy dependientes del Estado central en el ámbito de sus ingresos fiscales: la mayoría de los impuestos se cobra a nivel federal y se redistribuye en parte a las provincias y municipios según la ley denominada de «*coparticipación*» que data de 1988.

El poder legislativo argentino está en manos del Congreso que está formado por el Senado y la Cámara de Diputados. El Senado está compuesto por 72 miembros, es decir, tres senadores elegidos por provincia (dos senadores para el partido ganador de las elecciones y uno para el partido que queda en segunda posición), independientemente del peso económico y demográfico de la provincia. El Senado se renueva por tercios cada dos años. La Cámara de Diputados está constituida por 257 diputados y se renueva por mitades bienalmente.

Desde su llegada al poder en octubre de 2015, el presidente Macri ha gobernado sin contar con una mayoría en el Parlamento. Esto no constituyó un punto de bloqueo durante la primera parte de su mandato puesto que se votaron numerosas leyes y reformas durante este periodo. Para ello, el presidente se apoyó en los peronistas moderados que votaron según las reformas propuestas, pero igualmente en función de lógicas clientelistas. Este es uno de los límites del sistema federal. En efecto, los senadores y diputados tienden a votar en función de los intereses de los gobernadores de las provincias que representan^[2], de manera que estos desempeñan un papel fundamental en materia de política federal. La

[2] En efecto, los gobernadores de las provincias ejercen una gran influencia en el establecimiento de las listas de los candidatos a las elecciones provinciales.

mayoría de las políticas impulsadas a nivel nacional deben por tanto negociarse con los gobernadores de las provincias, a cambio de transferencias fiscales discrecionales. En este contexto, las provincias de pequeño tamaño sobrerrepresentadas políticamente en el Congreso^[3] desempeñan un papel estratégico a pesar de su escaso peso económico y demográfico.

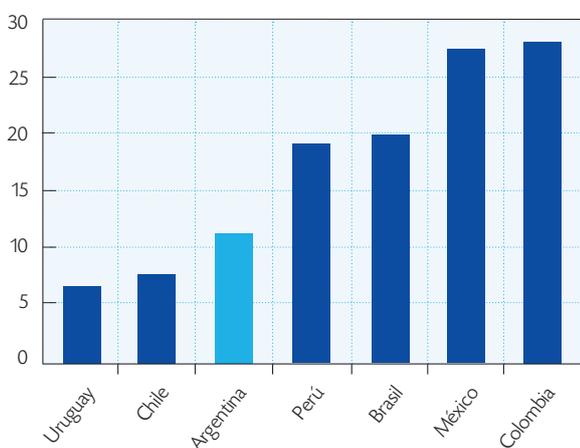
1.5. Importantes retos socioeconómicos a pesar de un alto nivel de riqueza por habitante

Con un PIB por habitante superior a los 10 148 dólares (USD) en 2016^[4], Argentina figura entre los países de ingresos medianos altos (PIMA) y es la tercera economía de América Latina. A pesar de estas características, el país obtiene malos resultados respecto a determinados indicadores socioeconómicos como consecuencia de una trayectoria de crecimiento irregular durante los últimos treinta años.

Según los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), en marzo de 2017 cerca del 30 % de la población urbana viviría por debajo del umbral de pobreza^[5] y más de 1,6 millones de personas en condiciones de pobreza extrema. En comparaciones regionales, el porcentaje de la población que vive con menos de 4 USD al día es más alto en Argentina que en Chile o en Uruguay –los dos países más ricos de la región– pero se ubica por debajo de países como Brasil o Perú (véase el gráfico 1).

Gráfico 1

Porcentaje de la población que vive con menos de 4 USD al día en PPA (en % de la población total)



Fuentes: SEDLAC

La encuesta sobre la pobreza muestra grandes disparidades intergeneracionales. La pobreza afecta principalmente a los más jóvenes. El 45 % de los menores de 14 años vive por debajo del umbral de pobreza. Al mismo tiempo, el 7 % de los mayores de 65 años, quienes gozan de un sistema generoso de reversión de pensiones, vive por debajo de este umbral. Las disparidades son igualmente de orden geográfico, puesto que la pobreza afecta mucho más a las regiones del noreste del país (30 %) que a las del sur (del orden del 20 % en Patagonia).

En este contexto, las desigualdades, aunque menos apremiantes respecto a numerosos países de América Latina, siguen siendo importantes: según los últimos datos disponibles (2014), el índice de Gini^[6] asciende a 0,43 frente a 0,51 en Brasil o 0,48 en México.

Estas desigualdades se mantienen en particular como consecuencia de las características del mercado laboral. En efecto, el sector informal emplea a más del 30 % de la mano de obra. Si bien el mercado laboral formal ofrece salarios altos y mejores condiciones laborales (seguro de desempleo), los trabajadores informales reciben una remuneración menor e irregular. Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la remuneración en el sector informal es un 36 % inferior a la del sector formal. La importancia de la informalidad puede explicarse en parte por las normas en vigor en el mercado laboral formal y, en particular, por el alto coste de las cotizaciones sociales que representan el 35 % del salario de los empleados. No obstante, a finales de 2017 la tasa de desempleo se redujo levemente hasta llegar al 7,2 %. Afecta principalmente a los jóvenes activos de entre 15 y 24 años, cohorte para la cual la tasa de desempleo alcanza el 40 %.

En términos de protección social, Argentina ofrece numerosos programas implementados a nivel nacional y provincial. Mientras que los trabajadores del sector formal gozan de un sistema de seguridad social, en 2009 el país introdujo un mecanismo de transferencia monetaria condicional para los trabajadores del sector informal. Estos reciben un importe de 70 USD por hijo a condición de que se envíe a los menores

[3] Tal como destacó Prévôt-Schapira (1998): «El número de votos necesarios para la elección de un senador es doscientos catorce veces mayor en la provincia de Buenos Aires (13 millones de habitantes) que en Tierra del Fuego (59 000 habitantes)».

[4] PIB por habitante a precios constantes de 2010, calculado por el Banco Mundial.

[5] Dicho índice se define como el nivel de ingresos necesario para satisfacer las necesidades básicas de la persona: alimentación, ropa, transporte, educación, salud, etc.

[6] Cuanto más alto es el índice de Gini, más desigual es la distribución de los ingresos entre la población.



a la escuela y al centro de salud. Sin embargo, las prestaciones por desempleo no permiten aumentar significativamente los ingresos de los hogares argentinos. Con un importe bajo (190

USD, es decir, un tercio del salario mínimo), solo benefician a un décimo de desempleados dadas las condiciones restrictivas exigidas para poder optar a ellas.

Recuadro 1 Falta de transparencia de las estadísticas bajo la presidencia de Kirchner

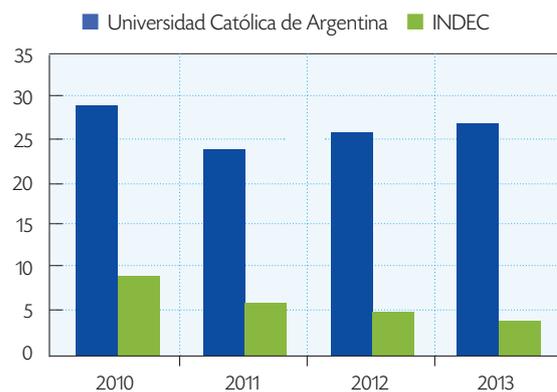
La calidad de los datos estadísticos se deterioró sustancialmente entre 2007 y 2015 bajo el efecto de la presión política del gobierno de Kirchner. Varias series estadísticas clave del INDEC, como los datos de la inflación, de contabilidad nacional o incluso los resultados relativos a las encuestas de pobreza, fueron manipuladas a fin de ocultar la realidad de la situación socioeconómica. En 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) adoptó una declaración de censura contra los datos publicados por Argentina, instando al país a corregir «la inexactitud de sus datos estadísticos para cumplir las normas internacionales». A partir de 2013, algunas estadísticas (en particular las encuestas de pobreza) dejaron de ser publicadas por el INDEC, en especial a nivel provincial.

Durante este periodo se multiplicaron los organismos que elaboraban estadísticas alternativas. Por ejemplo, la oposición del ayuntamiento de Buenos Aires publicó un índice alternativo de inflación. En 2012, mientras que el INDEC estimaba la inflación en el 10,8 %, el ayuntamiento de Buenos Aires la estimó en un 25,6 %. Las cifras relativas a la pobreza también fueron objeto de estimaciones alternativas por parte de la Universidad Católica de Argentina. Dichas estimaciones son consideradas como fiables por todos los observadores internacionales y dan una imagen muy diferente del nivel real de pobreza del país con respecto a las estadísticas difundidas oficialmente (véase el gráfico 2).

En 2016, el INDEC fue objeto de una reestructuración y se renovó la totalidad de sus directivos. Esto se tradujo en la publicación de cifras revisadas de inflación, así como datos revisados en relación con la contabilidad nacional, el comercio internacional, los indicadores de pobreza y el mercado laboral. A pesar de estas mejoras, no es posible mejorar el historial de algunas series estadísticas (como las relativas a las encuestas de los hogares y a la inflación) habida cuenta de las falsificaciones de las que fueron objeto en el pasado. Por tanto, solo los datos publicados por el INDEC a partir de la segunda mitad de 2016 pueden considerarse como fiables. En consecuencia, el análisis histórico de determinadas series estadísticas obliga a recurrir a datos estadísticos no oficiales.

Gráfico 2

Estimación del índice de pobreza según el umbral nacional – INDEC frente a Universidad Católica de Argentina (en % de la población total)



Fuentes: INDEC, Universidad Católica de Argentina.

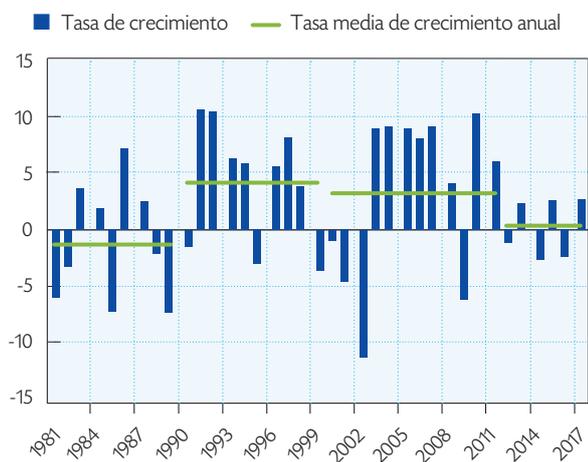
2 / Un crecimiento volátil y sometido a las modificaciones de las políticas económicas

2.1. Una historia económica turbulenta que entorpece el desarrollo del país

A largo plazo, el crecimiento económico de Argentina resulta poco sostenido y muy volátil (véase el gráfico 3). Esta inestabilidad refleja en particular numerosos cambios en términos de las políticas económicas establecidas por los diferentes gobiernos que se han sucedido. Así, bajo la dictadura militar (1973-1983), el modelo proteccionista argentino en vigor desde los años 30 fue cuestionado a favor de una gran liberalización financiera con objeto de atraer el capital extranjero. La década de los 80 se caracteriza por un periodo de malos resultados económicos: recesiones, hiperinflación, déficits públicos descontrolados y aumento del servicio de la deuda, etc.

Gráfico 3

Tasa de crecimiento del PIB a largo plazo (en %)

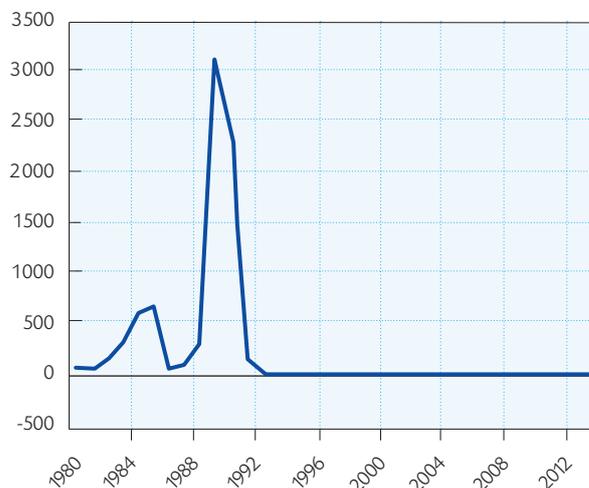


Fuentes: FMI (WEO), cálculos del autor.

Con objeto de poner fin al régimen de hiperinflación de finales de los años 1980 (3 100 % de inflación en 1989, 2 300 % en 1990, véase el gráfico 4) y de restaurar la credibilidad de la política monetaria, Carlos Menem, elegido presidente en 1989, sometió a votación una ley de convertibilidad. Esta creó una nueva moneda, el peso, con una paridad fija respecto al dólar, en un sistema denominado de «*currency board*» (junta monetaria) que requiere una cobertura integral de la base monetaria en circulación con las reservas de divisas en poder del Banco Central. Aunque este tipo de sistema garantiza la transparencia de la política monetaria evitando la monetización de los déficits públicos y reduce la exposición al riesgo de cambio, aumenta por el contrario la dependencia del país respecto al extranjero, al estar condicionada la emisión monetaria a la entrada de divisas en el país. Al mismo tiempo, el gobierno de Menem procedió igualmente a numerosas privatizaciones de empresas públicas (electricidad, gas, correos, sector petrolero, etc.) y abrió el mercado argentino a la competencia externa (final de las restricciones a las importaciones). Los resultados de esta política fueron en un primer momento significativos. La inflación se volvió a situar por debajo del 10 % a partir de 1992, antes de situarse en el 4,2 % en 1994, mientras que el notable crecimiento económico (entre un 10,5 % en 1991 y un 5,8 % en 1994) se vio sostenido por la afluencia de capitales extranjeros.

Gráfico 4

Tasa de inflación a largo plazo (en %)



Fuentes: INDEC, cálculos del autor.



En 1995, el efecto en Argentina de la crisis «Tequila» en México (-2,8 % de crecimiento) demostró la sensibilidad del país a las perturbaciones externas y a los debilitamientos de las entradas de capital. A partir de 1997, el país se vio de nuevo afectado por una serie de perturbaciones externas. Las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998 conllevaron la desconfianza de los inversores extranjeros y un aumento del coste de los préstamos externos para las economías emergentes como Argentina. Al mismo tiempo, la depreciación de numerosas monedas de América Latina frente al dólar, la crisis en Brasil, principal socio comercial del país, y la bajada de los precios de las materias primas afectaron al comercio exterior argentino. En 1999, Argentina experimentó una recesión del 3,5 % y los mercados financieros comenzaron a cuestionarse la sostenibilidad de la trayectoria de su deuda pública.

En 2000, la economía se contrajo de nuevo (-0,8 %), mientras que la deuda externa total alcanzó el 65 % del PIB. Durante ese año, la prima de riesgo sobre las emisiones de obligaciones argentinas pasó de 500 a 860 puntos básicos, demostrando la desconfianza creciente de los mercados financieros respecto a la solvencia del Estado. En diciembre y con objeto de recuperar la confianza en los mercados financieros internacionales, Argentina celebró un acuerdo con el FMI, mientras que varios donantes multilaterales^[7] se comprometieron a apoyar al país a condición de que se estableciera una combinación de reformas de liberalización financiera y de austeridad presupuestaria.

En agosto de 2001, el FMI concedió una nueva línea de crédito a condición de alcanzar un saldo presupuestario nulo en 2002. En diciembre de 2001, como consecuencia de importantes salidas de capital que amenazaron la convertibilidad entre el peso y el dólar, el gobierno argentino instauró una medida denominada «*el corralito*» que limitaba la disposición de efectivo en bancos por parte de los particulares a 250 dólares por semana. El 22 de diciembre de 2001, el FMI rechazó desbloquear un nuevo tramo de 1 200 millones de USD del préstamo condicionado, estimando que no se habían cumplido los compromisos adoptados por el gobierno en términos de finanzas públicas. Argentina se declaró entonces en suspensión de pagos respecto a su deuda externa por un importe de 88 000 millones de USD, de los cuales el 93 % estaba en manos de acreedores privados. En tan solo un mes, cinco presidentes interinos se sucedieron a la cabeza del país, mientras que se decretaba el estado de emergencia económica. Se produjeron entonces importantes cambios de políticas económicas: se abandonó el sistema de junta monetaria que garantizaba la

paridad nominal entre el dólar y el peso, se estableció un régimen de cambio flotante administrado, se convirtieron las deudas y los créditos en divisas de manera asimétrica (tipo de cambio unitario entre el peso argentino (AR\$) y el USD para las deudas, y de 1,4 para los depósitos), se congelaron los precios de las tarifas públicas, se estableció un impuesto sobre las exportaciones, etc.^[8] Entre 2000 y 2002, el PIB cayó un 15 % y tuvo graves consecuencias a nivel social: la tasa de desempleo trepó al 21 %, mientras que más del 50 % de la población pasó a estar por debajo del umbral de pobreza.

Entre 2003 y 2007, la actividad económica recuperó cierto dinamismo. Se benefició de un tipo de cambio infravalorado favorable a las exportaciones (estabilizado en 4 pesos para un USD), así como de condiciones de intercambio favorables al país, una orientación al alza de los precios de las materias primas que representan más del 50 % de las exportaciones del país, una disminución significativa del servicio de la deuda externa tras el episodio de suspensión de pagos. El crecimiento se vio igualmente sostenido por una política de reactivación muy activa del consumo y de apoyo a la demanda bajo la presidencia de Kirchner: congelación de las tarifas públicas, inversiones públicas, establecimiento de numerosos programas de asistencia social, etc.

A partir de 2008, la economía comienza a mostrar importantes indicios de sobrecalentamiento. Además, la crisis financiera internacional afectó negativamente a la economía argentina a través de una disminución de la demanda mundial dirigida al país. En 2009, la economía cayó un 5,9 %. Aunque el PIB repuntó a partir de 2010, la política presupuestaria expansionista aplicada por el gobierno conllevó la aparición de importantes déficits públicos, financiados entonces esencialmente con la creación monetaria, lo que generó tensiones inflacionistas (a pesar de las cifras publicadas oficialmente por el INDEC).

El periodo 2012-2015 se caracterizó por una fuerte ralentización del crecimiento. La inversión de las condiciones del intercambio, desfavorable para las exportaciones argentinas (caída de los precios de las materias primas, ralentización de los principales socios comerciales), demuestra la amplitud de los desequilibrios resultantes de la política económica (tipo de cambio sobrevalorado, alta tasa de inflación, dobles déficits que generan un disminución de las reservas de divisas, etc.). Durante este periodo, las autoridades reforzaron su control en los distintos ámbitos de la esfera económica y mantuvieron

[7] El FMI concedió un préstamo de 13 700 millones de USD, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) convinieron un préstamo de 5 000 millones de USD.

[8] Para más información, léase Carluccio y Ramos-Tallada (2016).

una política económica cada vez más insostenible: control de los flujos de capitales y del mercado de divisas para mantener la política de cambio (conllevando la creación de un mercado de divisas paralelo), nacionalización de empresas, introducción de importantes barreras aduaneras, drenajes periódicos de las reservas de divisas, etc.

La elección de Mauricio Macri a la presidencia de la República a finales de 2015, después de 12 años de Kirchnerismo, constituye un nuevo hito en la historia económica de Argentina y marca el retorno a una gestión más liberal de la economía. Desde su toma de posesión, el gobierno de Macri ha puesto en marcha numerosas reformas que buscan reducir los desequilibrios macroeconómicos heredados de la administración anterior (Carluccio y Ramos-Tallada, 2016). Aunque el FMI (2017) estima que estas medidas deberían permitir recuperar el potencial de crecimiento a medio plazo de la economía^[9] y reducir su volatilidad, estas reformas no han dado del todo sus frutos. La economía se contrajo un 2,2 % en 2016 y volvió a un crecimiento moderado del 2,9 % en 2017.

La fuerte volatilidad histórica del crecimiento se observa en la evolución errática del PIB por habitante del país (véase el gráfico 5). Aunque el PIB por habitante ha progresado de manera general desde hace treinta y cinco años, ha alternado fases de crecimiento y de fuerte recesión. Además, tiene tendencia a disminuir desde 2010. En comparaciones internacionales, mientras que el PIB por habitante de Argentina era tres veces superior al de la media de los países de ingresos medianos altos (PIMA) durante los años 80, se ha erosionado ampliamente con el tiempo, lo cual ilustra la debilidad de los resultados económicos recientes (véase el gráfico 6).

Gráfico 5

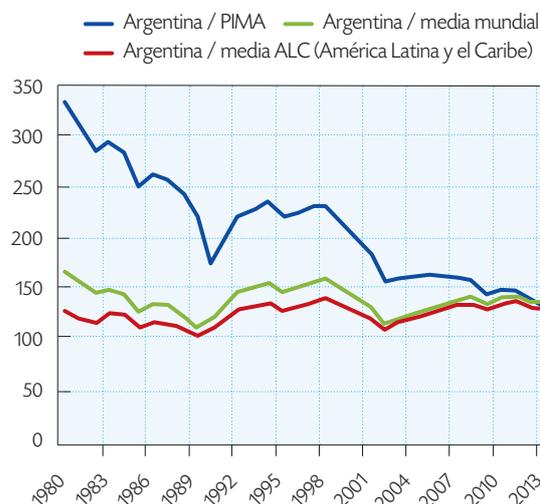
PIB por habitante a precios constantes de 2010 (en USD)



Fuentes: Banco Mundial (WDI).

Gráfico 6

Evolución del PIB/habitante con respecto a otros grupos de países (en %)



Fuentes: Banco Mundial (WDI), cálculos del autor.

2.2. Una escasa evolución de la productividad que genera un déficit de competitividad

Tras la crisis económica de 2001, Argentina gozó de condiciones externas favorables (precios elevados de las materias primas, aumento de la demanda mundial) que permitieron mantener su crecimiento. Sin embargo, la aceleración del crecimiento no se tradujo en aumentos de productividad. Según las estimaciones realizadas por el CEP^[10] y a diferencia de los datos publicados por el INDEC, la dinámica de crecimiento del país entre 1990 y 2015 se vio esencialmente mantenida por la acumulación del factor capital y del factor trabajo, mientras que la productividad total de los factores no ha progresado prácticamente durante dicho periodo. Exceptuando a las empresas del sector agrícola cuyos resultados fueron relativamente buenos^[11], el conjunto de la economía ha sufrido un déficit de productividad (véanse los gráficos 7 y 8).

[9] Estimada por la institución en torno al 3 % (FMI, 2017).

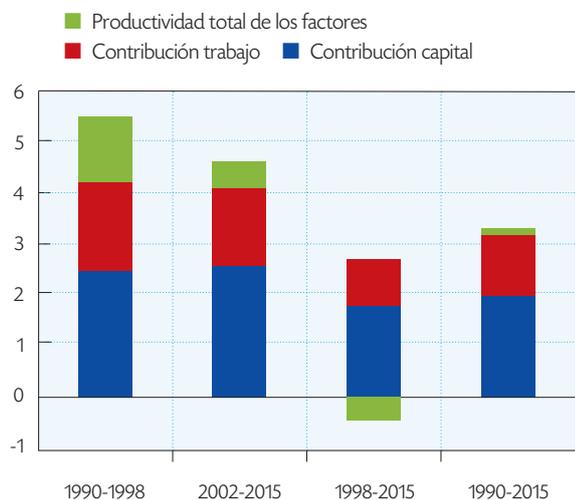
[10] Base de datos ARKLEMS creada por el Centro de Estudios de la Productividad. Teniendo en cuenta la poca fiabilidad de los datos de contabilidad nacional producidos por el INDEC, los datos de productividad publicados por este centro de investigación son objeto de un consenso y son utilizados por la OCDE y el FMI en sus publicaciones.

[11] En particular en el sector de la soja que experimentó un impacto positivo de productividad.



Gráfico 7

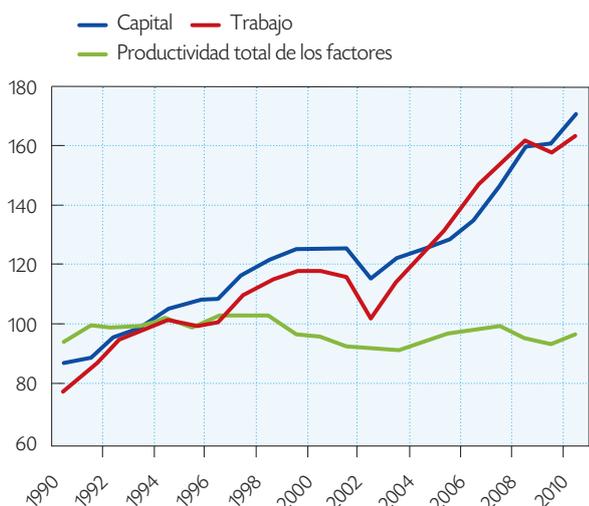
Contribución de los distintos factores de la oferta al crecimiento (en %)



Fuentes: ARKLEMS.

Gráfico 8

Evolución de la productividad de los factores (base 100 = 1993)

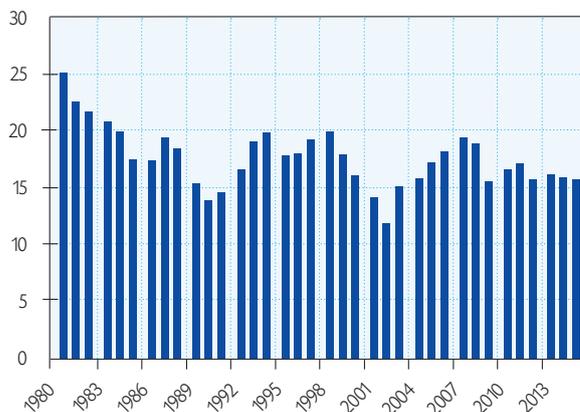


Fuentes: ARKLEMS, cálculos del autor.

La ausencia de aumentos de productividad que lastra el potencial de crecimiento tiene su origen en las numerosas trabas estructurales que pesan sobre la economía. Desde principios de la década de los 90, la cuota de la inversión en el PIB es estructuralmente inferior al 20 % del PIB, nivel suficiente para permitir un aumento de la gama de la producción hacia actividades de mayor valor añadido (véanse los gráficos 9 y 10). Al mismo tiempo, las entradas de IED (Inversión Extranjera Directa) se han quedado limitadas a menos del 2 % del PIB desde 2011.

Gráfico 9

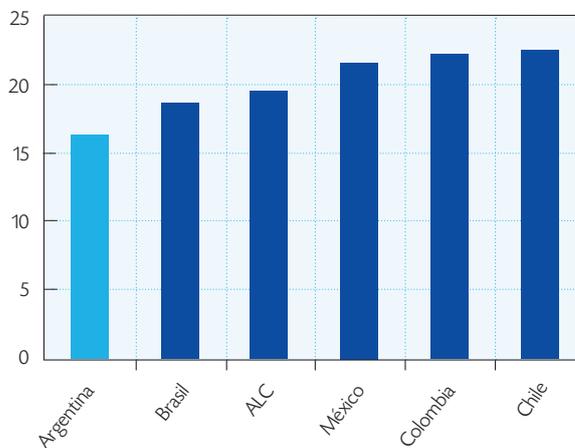
Inversión (en % del PIB)



Fuente: Banco Mundial (WDI).

Gráfico 10

Inversión en % del PIB – Comparaciones regionales (media 2002-2016)



Fuente: Banco Mundial (WDI).

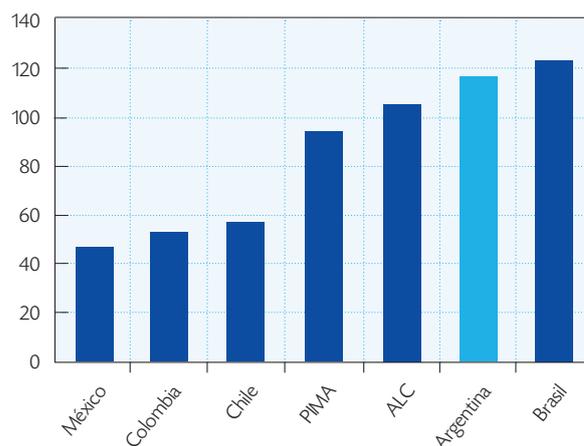
El déficit de inversión se explica en particular por la debilidad del ahorro nacional en una economía en la que el principal motor del crecimiento sigue siendo el consumo. Se explica igualmente por la inestabilidad del entorno económico y político, así como por un clima empresarial desfavorable para un país de este nivel de ingresos que conlleva la desconfianza de los inversores privados para las inversiones en pesos. De este modo, la clasificación *Doing Business* del Banco Mundial sanciona la fragilidad del clima empresarial en Argentina (véase el gráfico 11). En 2017, el país se clasificó en el puesto 117 de 190, es decir, un puesto muy inferior a la clasificación media de los países del mismo tramo de ingresos (94) o que otros países de América Latina como México (47) o Colombia (53). El clima empresarial se ve en particular afectado por:

- las numerosas barreras a la entrada de nuevas empresas en el mercado argentino y la complejidad de los procedimientos administrativos de creación de empresa. Además, la creación de nuevas empresas se enfrenta igualmente a un alto nivel de corrupción. De este modo, el índice de percepción de la corrupción de *Transparency international* sitúa a Argentina en el puesto 107 de 175 países. Según este organismo, la corrupción habría costado más de 6 200 millones de USD a la economía argentina entre 2002 y 2015, lo cual afecta a la calidad de los servicios públicos y desanima a los inversores extranjeros;
- una competencia desleal que se manifiesta mediante una regulación ineficaz de los mercados y de las intervenciones arbitrarias del gobierno. En este contexto, la autoridad de supervisión de los mercados ha sido reestructurada recientemente y se ha votado una ley en el Congreso (2016) para reforzar sus poderes e independencia;
- la rigidez del mercado laboral. Esta está relacionada con las negociaciones salariales colectivas por ramas que pueden imponer niveles de salarios altos a empresas cuya productividad sea más baja que la de la rama. Se manifiestan igualmente por la importancia de las cotizaciones sociales;

- una mala calidad de las infraestructuras, originada en particular por un déficit de inversión pública, lo que contribuye a que haya altos costes logísticos. En consecuencia, según la clasificación establecida por el Foro Económico Mundial, Argentina ha perdido 62 puestos en términos de calidad de las infraestructuras, hasta alcanzar el puesto 123. Las infraestructuras de transporte son particularmente deficientes fuera de las grandes ciudades y en las provincias más alejadas como las del noroeste del país;
- un discurso con frecuencia hostil de las autoridades, entre 2001 y 2015, respecto al sector privado que no ha contribuido en absoluto a animar a los inversores.

Gráfico 11

Clasificación *Doing business* 2017 (clasificación de 190 países)



Fuente: Banco Mundial (WDI).

Nota: Un puesto alto representa una puntuación baja.

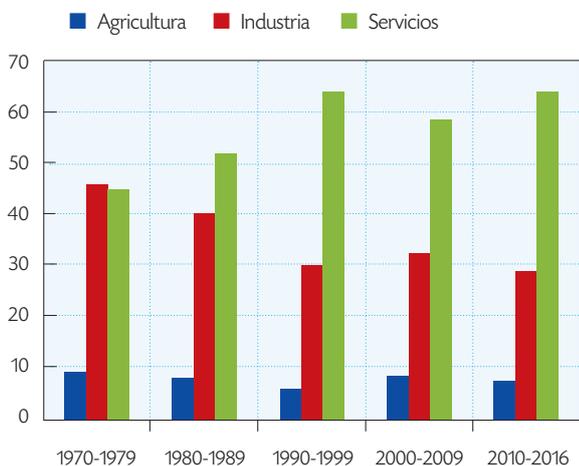
El establecimiento de una estrategia de sustitución de importaciones durante la última década ha acentuado el déficit de productividad de las empresas, de modo que estas sufren de una falta de competitividad en el mercado internacional. En efecto, la administración Kirchner introdujo numerosas barreras arancelarias y no arancelarias, así como un sistema de restricción de licencias a las importaciones^[12]. Esta política, combinada con una moneda sobrevalorada y con un control de los tipos de cambio, permitió al principio la emergencia y el apoyo de una industria vinculada al sector de la electrónica en el mercado local protegido de la competencia internacional (véase el gráfico 12).

[12] Bajo el gobierno de Kirchner, las empresas que deseaban importar debían justificar un contenido local para su producción o una contribución a las exportaciones del país. La nueva administración ha suavizado este mecanismo, aunque 1 600 productos todavía están sometidos al sistema de licencia a las importaciones.



Gráfico 12

Desglose del valor añadido por sector (en % del total del VA)

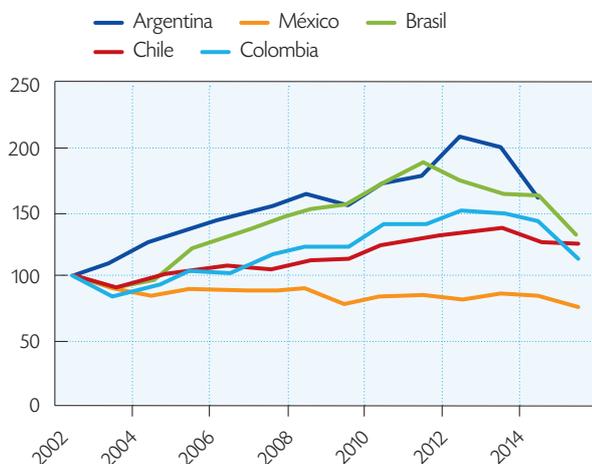


Fuentes: Banco Mundial (WDI).

Aunque este modelo económico creó inicialmente empleo, ha conllevado igualmente un aumento de los precios en el mercado local, vinculado a la falta de competencia y a los altos costes salariales (véase el gráfico 13). De hecho, la falta de competencia internacional y la fragilidad del proceso de acumulación del capital (humano y físico) no han permitido ni un aumento de la gama de la industria argentina, ni una disminución de los costes de producción, por lo que la productividad de las empresas siguió siendo baja (véase el gráfico 14).

Gráfico 13

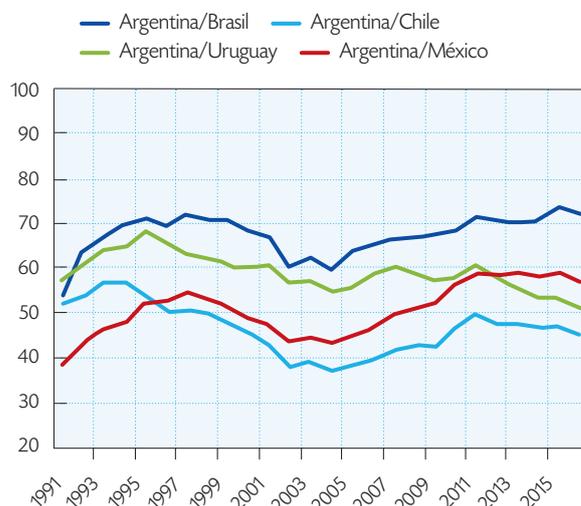
Costes salariales unitarios (base 100 en 2002)



Fuentes: OCDE (Economic Outlook), cálculos del autor.

Gráfico 14

PIB por empleo, en % del PIB por empleo de otros países de la región



Fuentes: Banco Mundial (WDI), cálculos del autor.

En este contexto, la transformación estructural no ha finalizado, puesto que el empleo y el capital no han sido reasignados a los sectores más productivos de la economía. En consecuencia, varios estudios (en particular Neumeyer y Sandleris, 2010) muestran que una mejor asignación de los recursos «trabajo» y «capital» habría permitido aumentar la productividad de las empresas en un 60 %.

La debilidad de la productividad de las empresas, reforzada por la aplicación de altas tasas sobre las exportaciones de materias primas^[13] y por cuotas sobre las exportaciones, se ha traducido en una pérdida significativa de competitividad de las exportaciones durante la última década. De este modo, mientras que las exportaciones de bienes representaban más del 20 % del PIB en 2004, disminuyeron más de la mitad en 12 años (véase el gráfico 15). Además, están compuestas esencialmente por productos de bajo contenido tecnológico.

[13] En particular sobre las exportaciones de soja que ascendían al 35 % del importe exportado.

Cuota de las exportaciones de bienes en el PIB (en %)



Fuentes: OCDE (Economic Outlook).

2.3. La reciente fragilización de la economía aumenta las incertidumbres en el plano político

Más allá de los aspectos políticos, la elección de Mauricio Macri a la cabeza del país en octubre de 2015 constituyó igualmente un punto de inflexión en el plano económico. Mientras que el modelo de crecimiento bajo el gobierno de Kirchner estaba centrado en el proteccionismo, el intervencionismo del Estado, el control de la deuda externa y el apoyo al consumo de los hogares, la política económica aplicada por el nuevo gobierno es más extrovertida, centrada en el liberalismo económico y el impulso de la inversión financiada por el recurso a la deuda externa.

En este contexto, desde la toma de posesión, la administración Macri ha implementado numerosas reformas destinadas a tranquilizar a los mercados financieros internacionales y a atraer a los inversores extranjeros, entre las cuales se encuentran:

- el anuncio de un plan de consolidación presupuestaria destinado a llevar progresivamente el saldo primario al equilibrio a mediano-largo plazo;
- el anuncio del establecimiento progresivo de una política monetaria de control de la inflación con el objetivo inicial de reducirla al 5 % de aquí a finales de 2019;
- la celebración de un acuerdo con los fondos «buitre» en febrero de 2016 en cuanto a la resolución del contencioso sobre el reembolso de la deuda pública externa, el cual permitió a Argentina regresar al mercado internacional de obligaciones;
- la supresión de todos los impuestos a la exportación, excepto los de la soja que pasaron del 35 % al 30 %;
- una disminución de las subvenciones a los sectores de la energía y los transportes que se tradujo en un aumento de las tarifas en ambos sectores. El gobierno ha mantenido no obstante una «tarifa social» para los hogares con menores ingresos;
- la reestructuración de la Agencia Nacional de Estadísticas y Censos y la publicación de una nueva serie de inflación, así como de datos revisados sobre el PIB, el comercio internacional, los indicadores de pobreza, el mercado laboral, etc.

Estas distintas medidas han permitido reforzar el marco institucional con objeto de atraer el capital extranjero e impulsar la inversión. Sin embargo, en la actualidad el crecimiento sigue estando impulsado esencialmente por el consumo. En efecto, a pesar de un alto nivel de inflación^[14] que afecta el poder adquisitivo de los hogares y, por extensión, el consumo privado, el peso del consumo en el PIB continúa creciendo y representa el 85 % del PIB (véase el gráfico 17). Al mismo tiempo, el nivel de inversión, en particular en el sector privado, se mantiene contenido y contribuye muy poco al crecimiento. Por último, la contribución del comercio exterior al crecimiento tiene una media negativa desde hace quince años, lo cual refleja la falta de competitividad de la economía (véase el gráfico 16).

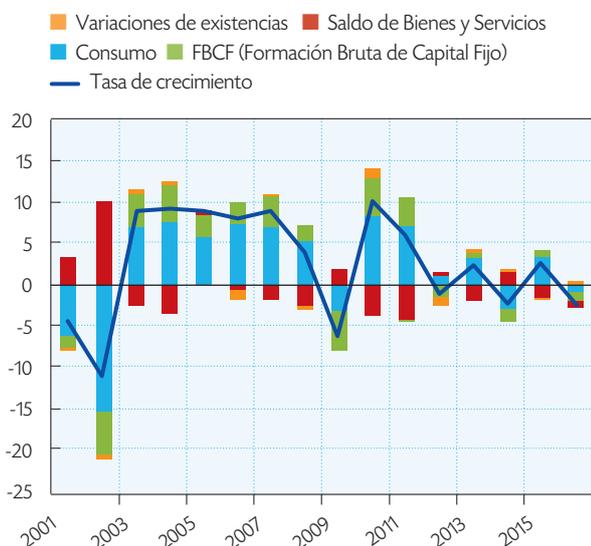
- la supresión del control de cambios y la introducción de un mecanismo de tipo de cambio flexible que conllevó una depreciación del peso respecto al dólar del 40 % en diciembre de 2015;

[14] Se estableció en un 40 % en 2016 y en un 24 % en 2017 como consecuencia de la depreciación del peso y de la supresión de una parte de las subvenciones al agua, la energía y los transportes.



Gráfico 16

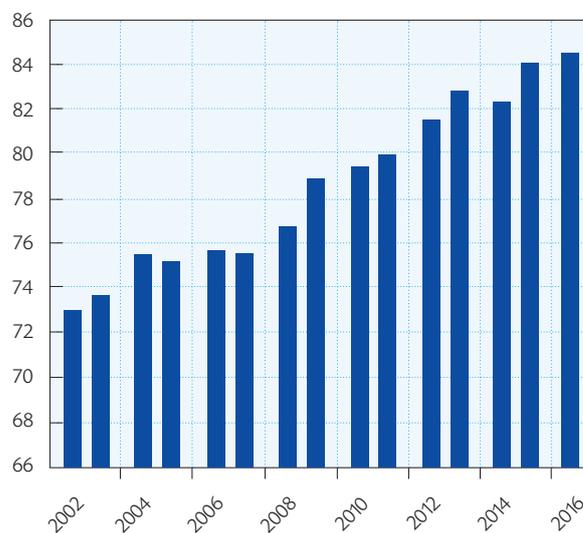
Desglose del crecimiento por los factores de la demanda (en %)



Fuente: Banco Mundial (WDI), cálculos del autor.

Gráfico 17

Cuota del consumo en el PIB (en %)



Fuente: Banco Mundial (WDI), cálculos del autor.

Aunque las diferentes reformas han permitido corregir una parte de los desequilibrios macroeconómicos, no impidieron que Argentina sufriera una recesión del 2,2 % en 2016. En 2017, el país volvió a experimentar no obstante un crecimiento moderado del 2,9 % al beneficiarse de un consumo más vigoroso y de la recuperación de la inversión.

No obstante, la economía sigue siendo frágil y vulnerable a las perturbaciones internas y externas como las que la han afectado durante 2018. Durante el primer trimestre, el país ha sufrido una importante sequía que afectó significativamente a los rendimientos del sector agrícola. Durante el segundo trimestre, la crisis de cambio condujo al Banco Central a un primer ajuste de su política monetaria para influir en la demanda interna. También forzó al presidente Macri a recurrir a la ayuda financiera del FMI a pesar de la impopularidad de esta institución en el país desde la crisis de 2001. Esta decisión no bastó sin embargo para restaurar la confianza de los mercados financieros, puesto que el peso sufrió nuevamente una acusada depreciación durante el mes de agosto.

En tales condiciones, el Banco Central procedió a un nuevo aumento de su tipo de interés de referencia, mientras que las autoridades anunciaron la introducción de medidas adicionales de austeridad. A partir de ahora, el FMI (*World Economic Outlook*, octubre de 2018) estima que Argentina sufrirá una recesión del 2,8 % en 2018 que podría continuar en 2019 (-0,7 %) con un margen de entre el -0,5 % y el -2 %. En este contexto recesivo que ha conllevado la adopción de medidas impopulares, la hipótesis de un cambio de mayoría en la elección presidencial de 2019 no puede descartarse del todo. Tal escenario podría conllevar una reorientación de las políticas económicas, una evolución habitual para este país.

3 / Una credibilidad en materia de finanzas públicas que restaurar

3.1. Aumento rápido de la deuda pública tras el retorno de Argentina a los mercados internacionales

En diciembre de 2001, en un contexto de crisis económica y financiera, Argentina suspendió oficialmente los pagos respecto a su deuda pública externa por un importe de 88 000 millones de USD, lo que constituyó la mayor deuda soberana de la historia en cuanto al importe^[15]. A partir del año siguiente, el país comenzó un complicado proceso de reestructuración de su deuda. En efecto, la deuda afectaba a más de 700 000 acreedores con 152 tipos de instrumentos financieros bajo la ley de ocho jurisdicciones diferentes. En total, el 93 % de la deuda estaba en manos de acreedores privados, el 7 % restante en manos de acreedores bilaterales y multilaterales.

En 2006, Argentina reembolsó la totalidad de su deuda con el FMI. Entre 2005 y 2010, el país celebró varios acuerdos de reestructuración de cerca del 93 % de su deuda, incluido un descuento del valor nominal del 70 % y una reanudación de los pagos de los vencimientos restantes. Al mismo tiempo, varios fondos estadounidenses compraron en el mercado secundario valores antes de la reestructuración. Estos acreedores, titulares de obligaciones emitidas con arreglo a la legislación estadounidense, rechazaron las condiciones de dichas reestructuraciones. Iniciaron entonces un procedimiento de reembolso completo de sus créditos por un valor equivalente a 1 600 millones de USD, alegando la violación de la cláusula denominada «*pari passu*»^[16]. En junio de 2014, el Tribunal Supremo de los Estados Unidos confirmó la resolución del juez neoyorquino Thomas Griesa de bloquear los pagos a los acreedores titulares de valores de obligaciones reestructurados hasta tanto se abonara también a los acreedores «*hold-out*» (reticentes). En consecuencia, se bloqueó un pago de 539 millones de USD a los acreedores reestructurados, conllevando un deterioro de las notas soberanas del país en suspensión de pagos parcial. En febrero de 2016, la nueva administración de Macri llegó a un acuerdo de resolución del contencioso con sus acreedores no reestructurados. Los

fondos especulativos aceptaron abandonar sus acciones a cambio de un pago de 4 600 millones de USD. Tras 12 años de ausencia, el país regresó a los mercados financieros internacionales en abril de 2016, emitiendo 16 500 millones de USD de deuda en obligaciones.

En este contexto de práctico aislamiento de los mercados internacionales de capital^[17], la deuda pública de Argentina se redujo considerablemente entre 2002 y 2011. Sin embargo, esta aumentó en más de 15 puntos de PIB entre 2011 y 2016 (véanse los gráficos 18 y 19). En 2017, el saldo de deuda pública ascendía a 351 000 millones de USD, es decir, el equivalente al 57 % del PIB. Esta evolución se ve prácticamente impulsada por el aumento de la deuda en divisas. En efecto, cerca del 70 % de la deuda pública está denominado en divisas, lo que la expone a las fluctuaciones del tipo de cambio. A efectos de disminuir el riesgo de cambio, las autoridades han manifestado su voluntad de desarrollar las emisiones de obligaciones en pesos en el mercado financiero local.

Gráfico 18

Evolución de la deuda pública (en % del PIB)



Fuentes: Ministerio de Finanzas.

[15] El importe de la deuda griega en 2011 superó entonces el de Argentina.

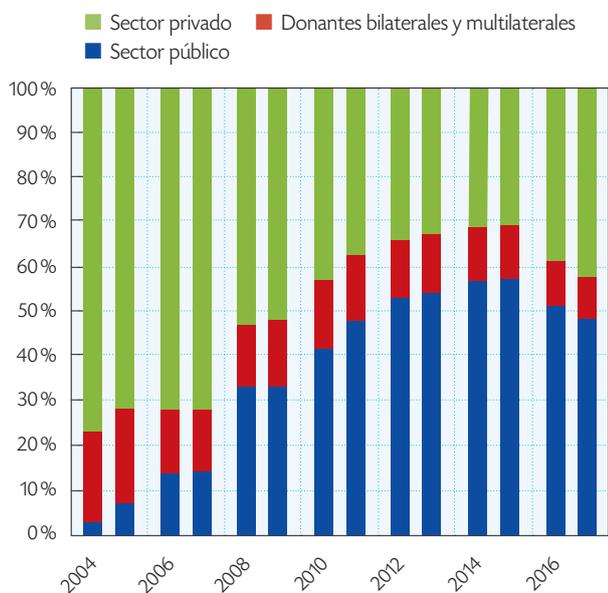
[16] La cláusula «*pari passu*» implica que todo pago de una clase de inversores debe ir acompañada de un pago proporcional a los demás acreedores.

[17] Primero como consecuencia de la suspensión de pagos de 2001 y, más tarde, como resultado de una voluntad de gobierno de Kirchner de no depender de los mercados internacionales para la financiación del país.



Gráfico 19

Estructura de la deuda pública por tipo de acreedores (en % del total)

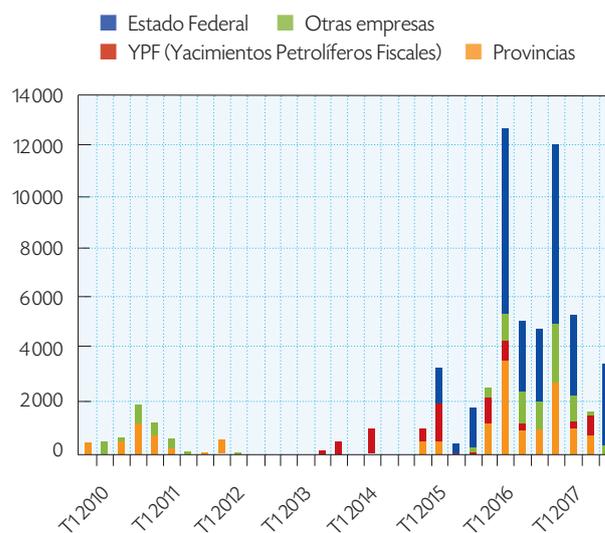


Fuentes: Ministerio de Finanzas, cálculos del autor.

Aunque actualmente está contenida (33 % del saldo total de la deuda), la parte de la deuda contraída con acreedores externos aumenta. En efecto, desde febrero de 2016 y la resolución del contencioso con los fondos buitres, Argentina puede de nuevo tomar préstamos en el mercado internacional de obligaciones. Procedió, en abril de 2016, a la mayor emisión de obligaciones realizada por un país emergente (16 500 millones de USD al 7,5 % a 10 años). Esta emisión reconoce la competencia de las jurisdicciones estadounidenses, pero con cláusulas protectoras destinadas a evitar nuevos contenciosos con los fondos no cooperativos^[18]. En junio de 2017, se realizó una emisión de obligaciones en los mercados financieros internacionales por un importe de 2 750 millones de USD con un vencimiento de 100 años y un rendimiento del 7,9 %. En total, las emisiones de obligaciones y los préstamos externos ascienden a 22 500 millones de USD en 2017 (véase el gráfico 20).

Gráfico 20

Emisiones de obligaciones del Estado federal, las provincias y las empresas en el mercado internacional (en millones de USD)



Fuentes: Banco Central.

Como consecuencia del periodo Kirchner, durante el cual los déficits públicos estaban fundamentalmente financiados por el drenaje de las reservas de entidades públicas, cerca de la mitad de la deuda pública está en manos del sector público, principalmente del Banco Central^[19] y del Fondo de la Seguridad Social (ANSES – Administración Nacional de la Seguridad Social). Aunque esta forma de endeudamiento presenta un bajo riesgo de refinanciación, no deja de ser inflacionista y poco compatible con el objetivo perseguido por el Banco Central de reducción progresiva de la inflación. En tales condiciones, la nueva administración desea sustituir progresivamente la deuda contraída con estas entidades públicas por deuda no concesional contraída en los mercados financieros.

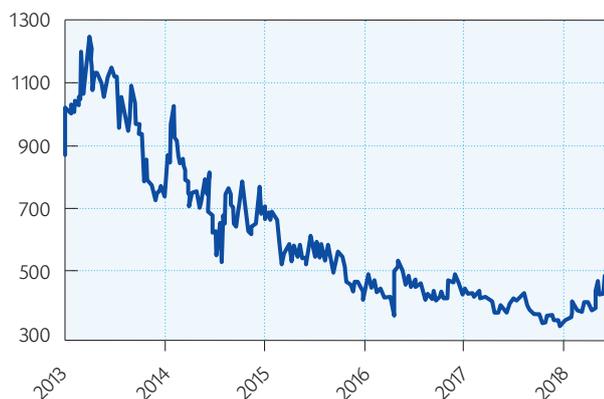
[18] Dichas cláusulas estipulan en particular que en caso de reestructuración de la deuda (reescalonamiento, reducción del valor nominal, etc.), el voto de una mayoría de los acreedores obligaría a la totalidad de los acreedores.

[19] Además del drenaje directo de las reservas de divisas, el Banco Central participa igualmente en la financiación de la deuda pública a través de un sistema de anticipos estatutarios sobre los ingresos públicos percibidos por el Estado.

El acuerdo logrado con los fondos buitres en febrero de 2016 ha conllevado una mejora progresiva de la percepción de los mercados respecto a la deuda argentina. Los *spreads* y los *Crédit Default Swap* (CDS) o permutas de incumplimiento crediticio se han reducido en consecuencia considerablemente entre finales de 2015 y principios de 2018, lo cual traduce esta percepción más favorable ^[20] (véanse los gráficos 21 y 22). Al mismo tiempo, las agencias de calificación han mejorado progresivamente sus calificaciones soberanas: Fitch califica al país con B, Moody's con B2 y Standard & Poor's con B+ ^[21].

Gráfico 21

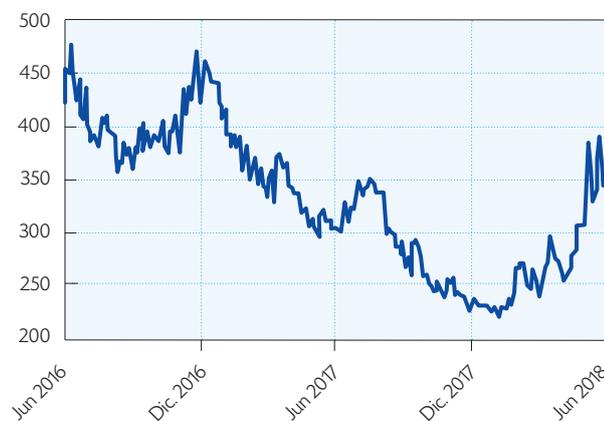
Spreads sobre deuda soberana a diez años (en puntos básicos con respecto a los bonos estadounidenses)



Fuentes: JP. Morgan.

Gráfico 22

CDS a cinco años (en puntos básicos)



Fuentes: JP. Morgan.

A pesar de algunos elementos de confort (saldo de deuda pública en manos esencialmente de entidades públicas), se pueden destacar sin embargo varias fuentes de fragilidad:

- la cuota importante de la deuda denominada en divisas. Esta constituye un riesgo de cambio considerable que podría afectar significativamente a la trayectoria de endeudamiento público. En su último análisis de viabilidad de la deuda, el FMI (2018) estima que este riesgo figura entre los riesgos más importantes que pesan sobre la deuda pública argentina (véase la tabla 1). En el contexto de depreciación del peso frente al dólar de más del 50 % desde principios de año, este riesgo parece haberse materializado puesto que las autoridades estiman que la deuda pública debería superar el 80 % del PIB de aquí a finales de 2018;
- una apreciación al alza del riesgo soberano argentino vinculada a una posible evolución política o económica desfavorable, un ajuste presupuestario menos rápido de lo esperado o un desinterés de los mercados financieros por el riesgo soberano de los países emergentes, cuando la estrategia del nuevo gobierno es recurrir cada vez más al endeudamiento no concesional. Ahora bien, desde finales de abril de 2018, la presión sobre el peso argentino se ha acentuado y ha generado un aumento significativo de los CDS y *spreads* argentinos;
- los riesgos relativos a posibles pasivos contingentes, en particular los asociados al régimen de reversión de las pensiones y a la deuda de algunas provincias argentinas que disponen de una garantía implícita del Estado federal. En efecto, las provincias disponen de una autonomía de endeudamiento en los mercados financieros internacionales, siempre que el servicio de su deuda no supere el 50 % de sus ingresos. En la actualidad, siete provincias tienen acceso a los mercados financieros internacionales. Emitieron obligaciones por un importe total de 6 700 millones de USD en 2016 y de 4 600 millones de USD en 2017. El saldo de la deuda de las provincias se estima en 542 000 millones de AR\$, lo que equivale al 5,3 % del PIB, del cual un tercio está en poder del Estado central. Respecto al régimen de jubilación, y a falta de reforma de este, el aumento de las pensiones de jubilación y el envejecimiento de la población deberían conllevar un aumento de los gastos totales, los cuales se estiman en un 40 % del PIB en valor actualizado.

[20] La fuerte depreciación del peso en 2018 se ha traducido sin embargo en un nuevo repunte de los *spreads* y CDS.

[21] Calificaciones a 16 de septiembre de 2018.



En consecuencia, el FMI (2018) estima en su último análisis de la deuda que la trayectoria de endeudamiento del Estado se mantiene a estas alturas sostenible, pero no con alta probabilidad. Las vulnerabilidades en términos de finanzas públicas están esencialmente vinculadas al saldo de deuda en divisas y al endeudamiento de las provincias. El riesgo de liquidez es igualmente alto, dadas las importantes necesidades de financiación del Estado (que representó el 13 % del PIB en 2017) para financiar sus grandes déficits públicos. En este contexto, el Acuerdo trienal de derecho de giro aprobado por el FMI en junio de 2018 por un importe de 50 000 millones de USD, con un derecho de giro inmediato de 15 000 millones de USD, debería permitir cubrir las necesidades de financiación de

Argentina. En agosto de 2018 y teniendo en cuenta la inquietud de los mercados financieros, el Presidente Macri solicitó sin embargo un acceso anticipado a los fondos del FMI para garantizar la cobertura de la necesidad de financiación del Estado para el final del año en curso y el siguiente. El 26 de septiembre de 2018 se anunció un nuevo acuerdo que modificaba el programa anteriormente acordado en junio. En adelante, su importe total asciende a 57 000 millones de USD con un desembolso adicional de 19 000 millones de USD de aquí a finales de 2019. El FMI estimaba la necesidad de financiación del Estado en 82 000 millones de USD para finales de 2018 y en 96 000 millones de USD para 2019.

Tabla 1 Matriz de evaluación de riesgos que pesan sobre la deuda pública argentina

■ Riesgo bajo ■ Riesgo moderado ■ Riesgo alto □ Falta de información

Nivel de la deuda	Cambio brusco de crecimiento real	Cambio brusco de la balanza primaria	Cambio brusco del tipo de interés real	Cambio brusco de la balanza primaria	Cambio brusco en los pasivos contingentes
Necesidad de financiación externa	Cambio brusco de crecimiento real	Cambio brusco de la balanza primaria	Cambio brusco del tipo de interés real	Cambio brusco del tipo de cambio	Cambio brusco en los pasivos contingentes
Perfil de la deuda	Percepción del mercado	Necesidad de financiación externa	Evolución de la parte de la deuda a corto plazo	Deuda pública en manos de no residentes	Deuda en divisas

Fuentes: FMI (AVD – Análisis de viabilidad de la deuda, 2018).

A nivel de los factores estructurales, Argentina se distingue por un historial de pago muy desfavorable respecto a su deuda pública exterior. La deuda pública del país ha sido objeto de nueve reestructuraciones con el Club de París, la más reciente en 2014. Argentina ha experimentado igualmente cuatro episodios de suspensión de pagos respecto a su deuda en divisas en los últimos cuarenta años (1982, 1989, 2002, 2014); el último de 2014 fue consecuencia de la resolución del juez Griesa de bloquear el pago de 539 millones de USD a los acreedores reestructurados hasta tanto se abonara también a los acreedores *hold-out*.

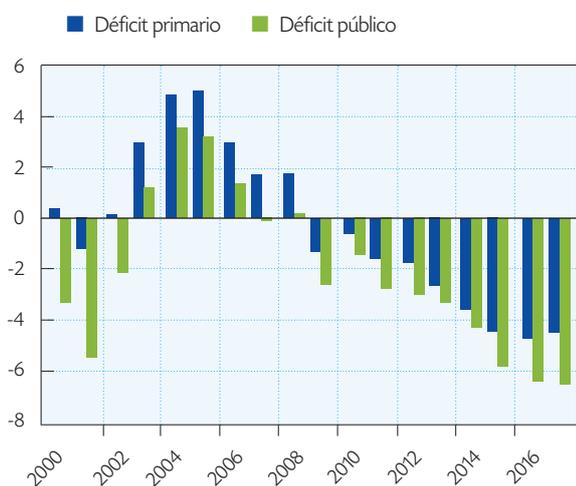
3.2. Importantes déficits presupuestarios asociados al alto nivel de gasto público

Aunque el Estado argentino tenía excedentes presupuestarios entre 2002 y 2008, las finanzas públicas se deterioraron seriamente a partir de 2009, de forma que el déficit público consolidado alcanzó el 6,5 % del PIB^[22] en 2017 (véase el gráfico 23). Esto fue resultado del fuerte aumento del gasto público vinculado al establecimiento de políticas micro y macroeconómicas no sostenibles a mediano plazo, y ello a pesar de un alto nivel de ingresos públicos (véase el gráfico 24).

[22] Los datos consolidados de finanzas públicas (Estado central y provincias) son suministrados por el FMI (2017). La consolidación de los datos de la ejecución presupuestaria del Estado central con los de las provincias no ha sido realizada por el Ministerio de Economía y Finanzas.

Gráfico 23

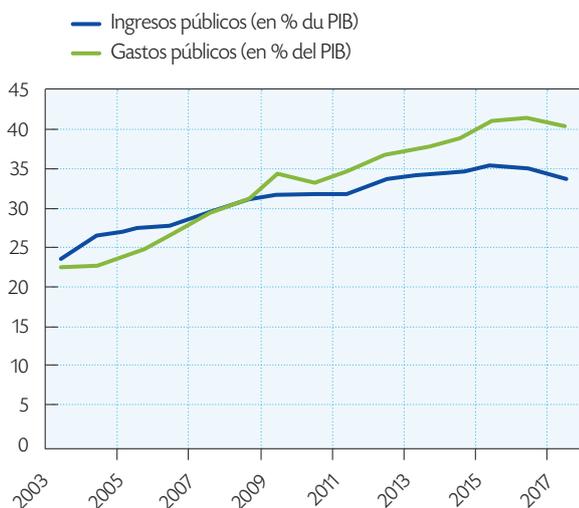
Evolución del saldo presupuestario primario y global consolidado (en % del PIB)



Fuentes: FMI (World Economic Outlook – WEO y artículo IV 2017).

Gráfico 24

Gastos e ingresos públicos consolidados (en % del PIB)



Fuentes: FMI (WEO).

Las autoridades habían anunciado en 2016 un plan de consolidación presupuestaria gradual destinado a reducir progresivamente el déficit primario del Estado central al 3,2 % del PIB en 2018 y al 2,2 % del PIB en 2019. Para ello, se basaban en un crecimiento más dinámico para apoyar la progresión de los ingresos fiscales y en una disminución progresiva de las subvenciones a los sectores de la energía y los transportes con el objetivo de eliminarlas totalmente para 2019. Anticipaban igualmente una estabilización del nivel de los gastos corrientes en términos reales. No obstante, esta estrategia de gradualismo en el ámbito presupuestario se ha visto cuestionada por las recientes evoluciones coyunturales. En septiembre de 2018, el gobierno anunció la adopción de nuevas medidas de austeridad destinadas a reducir el saldo presupuestario primario hasta el -2,6 % del PIB en 2018, hasta el equilibrio en 2019 y hasta generar un excedente primario del 1 % en 2020.

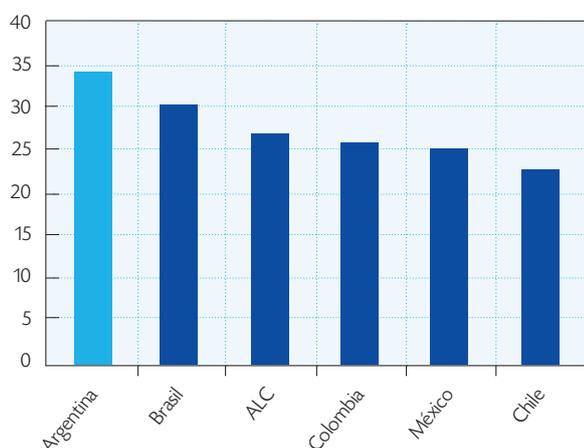
Los ingresos públicos de Argentina, situados en el 34,1 % del PIB en 2017, figuran entre los más altos de América Latina (véase el gráfico 25). La mayor parte de los ingresos públicos proceden de los impuestos que gravan el consumo, el impuesto sobre la renta y los aportes a la Seguridad Social (véase el gráfico 26). Con más de 35 tipos de impuestos recaudados^[23] a la vez por el Estado Federal y a nivel provincial, el sistema impositivo argentino se caracteriza por una estructura compleja en que la base impositiva es estrecha, los impuestos son muy distorsionadores^[24] y las exenciones numerosas. Por ejemplo, el límite a partir del cual una persona está sujeta al impuesto sobre la renta representa cinco veces la renta media argentina, de manera que solo el 10 % de las rentas más altas están sujetas a este impuesto. Asimismo, el total de las cotizaciones sociales representa más del 40 % de la masa salarial y contribuye a la persistencia de un alto nivel de informalidad. Además, el tipo impositivo de las sociedades, de un 35 % de los beneficios, figura entre los más altos de la región, lo que limita la competitividad de las empresas.

[23] Quince de estos impuestos solo contribuyen a los ingresos fiscales totales en torno al 1% del PIB.

[24] Véase el capítulo dedicado al sistema impositivo argentino: «How to reduce Argentina's Tax Wedge» en Selected Issues del FMI de diciembre de 2017.

Gráfico 25

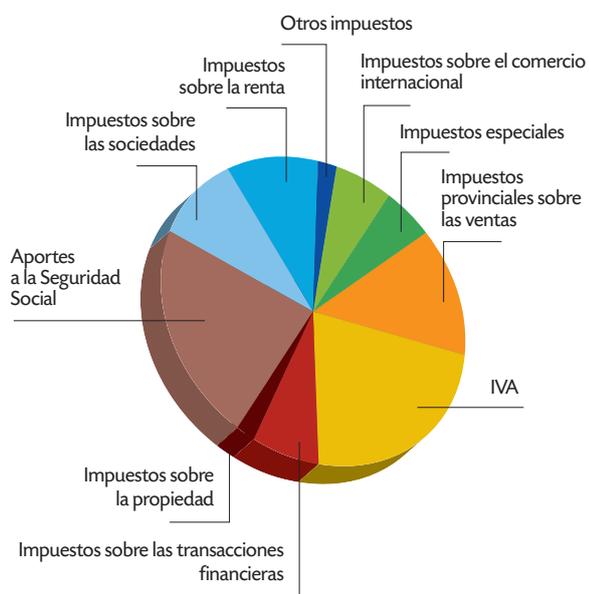
Ingresos públicos en 2017 Comparaciones regionales (en % del PIB)



Fuentes: FMI (WEO).

Gráfico 26

Desglose de los ingresos fiscales en 2015 (en % del total)



Fuentes: OCDE Economic Survey.

En 2016, el gobierno introdujo algunas medidas como, por ejemplo, la disminución del impuesto a las exportaciones de soja que pasó del 35 al 30 %, la supresión de los impuestos a las demás exportaciones agrícolas, la reducción del IVA sobre los bienes básicos destinados a los hogares más pobres y la reducción del tipo impositivo para las pequeñas y medianas empresas (pymes). La operación de amnistía fiscal lanzada por el gobierno en 2016 y bautizada «*blanqueo*» permitió la declaración y regularización de más de 70 000 millones de USD de activos depositados en el extranjero. Conlevó un aumento puntual de los ingresos públicos de 2 puntos del PIB, y de 0,5 puntos del PIB a través de la ampliación de la base impositiva.

En noviembre de 2017, las autoridades presentaron también ante el Parlamento una reforma de «simplificación» del sistema impositivo. Esta prevé en particular: (i) una reducción del tipo impositivo sobre las sociedades del 35 al 25 %; (ii) una disminución del tipo marginal impositivo sobre las rentas del trabajo para los trabajadores cuyos salarios sean más bajos; y (iii) la introducción de un impuesto sobre los ingresos financieros y los rendimientos de bienes inmuebles, así como de un impuesto sobre el carbono. En total, el FMI (2017) estima que esta reforma debería generar una pérdida de ingresos del orden del 3,8 % del PIB de aquí a 5 años. Las autoridades esperan compensar dicha pérdida mediante un crecimiento más sostenido que genere ingresos fiscales adicionales. No obstante, la aplicación de esta reforma se ha pospuesto tras la revisión de los objetivos de presupuesto para 2018. Además, el gobierno ha decidido igualmente volver a aplicar un impuesto a las exportaciones: estas están ahora sujetas a una tasa de 4 AR\$ por 1 USD exportado para los productos primarios y de 3 AR\$ por 1 USD para los demás productos exportados.

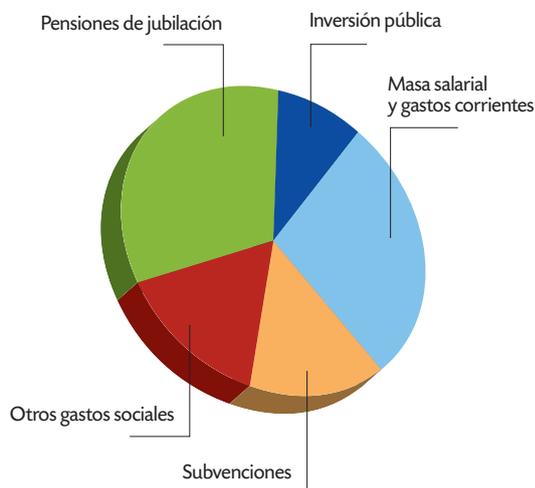
Al mismo tiempo, el gasto público ha aumentado considerablemente durante la última década hasta alcanzar el 40,5 % del PIB en 2017, es decir, el nivel más alto de América Latina. La progresión del gasto público ha sido esencialmente impulsada por el aumento de los gastos de funcionamiento y, en particular, por la masa salarial de los funcionarios (véanse los gráficos 27 y 28). Esta representa cerca de un tercio de los gastos totales, es decir, el 12,5 % del PIB. Entre 2001 y 2014, el empleo en la función pública aumentó en efecto un 70 %, principalmente a nivel de las provincias. Aunque la disminución de la masa salarial de los funcionarios está supeditada a la reducción de los efectivos en la administración pública, está igualmente vinculada a una modificación del sistema de negociaciones salariales. En efecto, esta se basa actualmente en la observación de la inflación pasada más que en las previsiones de inflación.

Las subvenciones a los sectores de la energía y los transportes que han aumentado durante la última década constituyen otra partida importante del gasto público y han representado hasta el 4 % del PIB en 2015. En 2016, las autoridades redujeron estas subvenciones en un 1,5 % del PIB y deberían continuar su reducción manteniendo a la par una «tarifa social» para los hogares más pobres. Además, el fuerte aumento de los gastos de pensiones durante la última década^[25], como

resultado de las pensiones de reversión^[26], plantea la misma cuestión de la sostenibilidad del régimen de pensiones a mediano plazo. Por último, si los gastos de intereses sobre la deuda pública se mantienen en menos del 2 % del PIB, estos podrían aumentar durante los próximos años teniendo en cuenta el creciente recurso del Estado al endeudamiento externo no concesional.

Gráfico 27

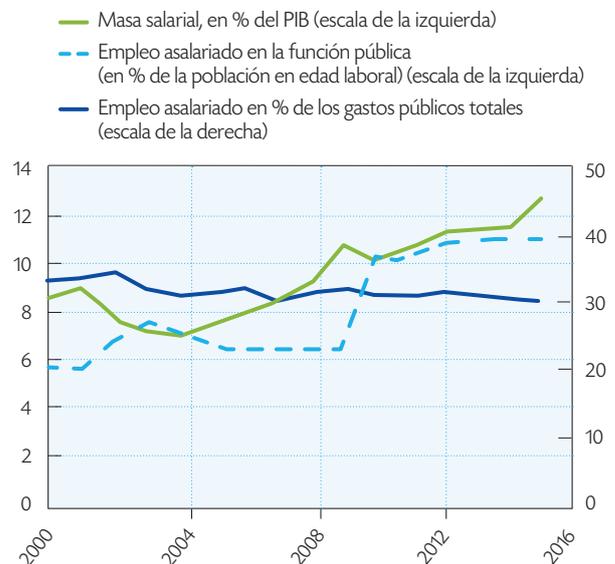
Desglose de los gastos primarios en 2015 (en % del total)



Fuentes: OCDE Economic Survey.

Gráfico 28

Evolución de la masa salarial y del empleo en el sector público



Fuentes: FMI (Selected Issues 2017).

[25] Estos pasaron del 4,8 % del PIB en 2008 al 7,4 % en 2016.

[26] La tasa de dependencia se mantuvo estable durante el periodo.

**Recuadro 2** *Un federalismo fiscal complejo y desigual*

Aunque la mayoría de los gastos de funcionamiento (salud, educación, etc.) corresponde a las provincias, su financiación depende esencialmente del Estado Federal. En efecto, más del 80 % de los ingresos fiscales (impuesto sobre la renta, IVA, derechos de aduana, etc.) se percibe a nivel federal, si bien las provincias establecen y cobran los impuestos que les son específicos procedentes principalmente del derecho sobre el suelo. Una parte de los ingresos fiscales recaudados por el Estado Federal (el 37 % del total en 2015) se distribuye luego entre las 23 provincias según una ley denominada de coparticipación que data de 1988 y que rige la cuota de los ingresos fiscales percibida por cada provincia. Desde 1992, se retiene no obstante el 15 % de los ingresos que entran en el marco de la ley de co-participación para financiar el déficit de la ANSES. En 2016, el gobierno decidió (como consecuencia de un requerimiento de la Corte Suprema de Justicia) poner fin a este mecanismo y acordó un reembolso a las Provincias de 3 097 000 millones de AR\$, importe correspondiente a la cantidad retenida desde 2006.

Debido a la ausencia de modificación de la ley de coparticipación desde 1988, la distribución de los ingresos no ha tenido en cuenta la modificación de las características económicas y de las necesidades evolutivas en materia de gasto público de las distintas provincias a lo largo del tiempo. Por ejemplo, la provincia de Buenos Aires, que representa cerca de la mitad del PIB del país, recibe solo el 18 % de los ingresos procedentes de la coparticipación. En este contexto, el Estado Federal procede a realizar transferencias discrecionales a cada provincia, las cuales pueden representar hasta un tercio de sus ingresos totales. El carácter discrecional de estas transferencias induce sin embargo una volatilidad y una falta de transparencia de los ingresos percibidos por las provincias, lo cual complica la planificación de su presupuesto.

Si bien se está estudiando una modificación de la ley de la coparticipación, su aplicación es difícil. En efecto, requiere el acuerdo de la totalidad de los gobernadores de las provincias y la aprobación de una mayoría de diputados y senadores en el Parlamento.

4 / Un sector bancario sano pero poco profundo

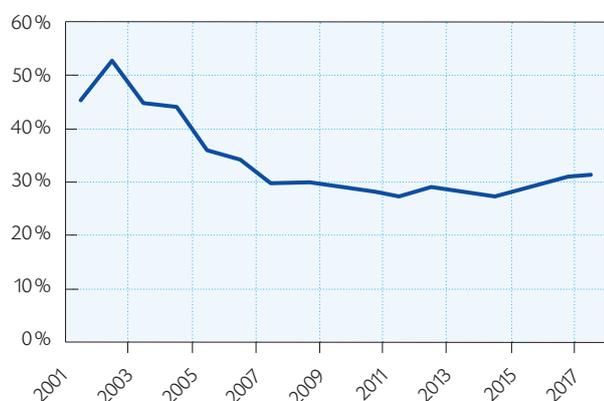
4.1. Escasa profundidad del sector financiero

Desde la crisis de 2001, el sistema financiero sigue siendo estrecho comparado con el nivel de ingresos del país. De este modo, la inclusión financiera es baja puesto que menos de la mitad de la población tiene acceso a una cuenta bancaria. El activo bancario ha disminuido cerca de la mitad desde 2002 hasta alcanzar el 31 % del PIB a finales de 2017 (véase el gráfico 29). Además, la capitalización bursátil se sitúa igualmente a la baja: representa únicamente el 11 % del PIB, respecto al 61 % de media de los PIMA [27].

A finales de 2017, el sector bancario estaba formado por 63 bancos, de los cuales 13 eran públicos y 10 estaban en manos de capitales extranjeros. El sector bancario se caracteriza por un nivel relativamente alto de concentración, puesto que los cinco bancos más grandes poseen el 55 % del activo bancario total (y el 59 % de los depósitos). Los bancos públicos constituyen un actor clave del sector. El banco más importante, Banco de la Nación, es público y concentra el 27 % del activo bancario y el 29 % de los depósitos. En total, los bancos públicos representan el 42 % del activo bancario total y el 47 % de los depósitos. El sector bancario se caracteriza igualmente por la presencia de numerosas pequeñas entidades bancarias.

Gráfico 29

Activo bancario (en % del PIB)



Fuentes: Banco Central de Argentina, cálculos del autor.

El sector bancario contribuye muy poco a la financiación de la economía. El nivel de crédito en el sector privado, un 15 % del PIB, es el más bajo de América Latina (véanse los gráficos 30 y 31). La deuda de los hogares está por tanto limitada a menos del 20 % de sus ingresos, mientras que la deuda de las empresas contraída respecto al sector bancario local se mantiene en el 7 % del PIB.

Gráfico 30

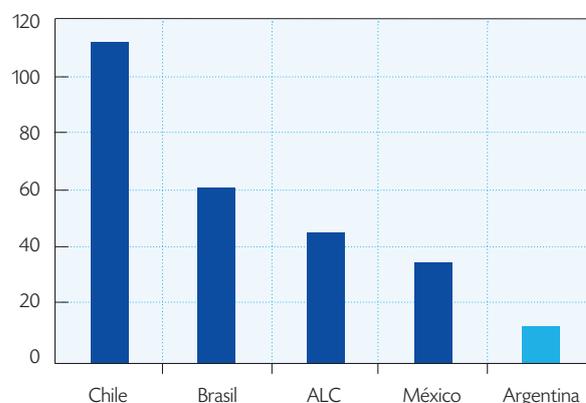
Crédito al sector privado (en % del PIB)



Fuentes: Banco Mundial (Indicadores del Desarrollo Mundial - WDI).

Gráfico 31

Crédito al sector privado
Comparaciones regionales (en % del PIB)



Fuentes: Banco Mundial (WDI).

[27] El tercer actor principal del sistema financiero es el fondo de pensión de la ANSES, originado por la nacionalización de los fondos de pensión privados. Representa el 20 % del activo del sector financiero.



La debilidad del crédito en el sector privado se explica tanto por las limitaciones de la oferta como por la atonía de la demanda. A nivel de la oferta, el alto nivel de inflación complica la estimación del riesgo para los bancos y aumenta sus costes de funcionamiento. En consecuencia, practican tipos de interés altos sobre los préstamos y orientan sus créditos principalmente al corto plazo.

Esta característica se explica igualmente por la naturaleza de los depósitos. Estos, limitados al 17 % del PIB y principalmente de corto plazo, constituyen la principal fuente de financiación del sector bancario habida cuenta de las dificultades de acceso a recursos externos durante la última década. La debilidad de los depósitos se explica en particular por un alto nivel de inflación que conlleva tipos de interés reales negativos para los ahorradores. En este contexto, estos privilegian el mantenimiento de su ahorro en líquido o en bancos extranjeros, más que en el sector bancario local. Según un estudio del Tesoro francés (2017), basándose en las estimaciones del Banco Central, «el ahorro acumulado fuera del sistema financiero local representaba entre 250 000 y 400 000 millones de USD de activos, es decir, entre el 45 y el 70 % del PIB».

Finalmente, el fuerte aumento del tipo de interés de referencia –que pasó del 28 % en enero al 60 % en septiembre– decidido por el Banco Central debería afectar considerablemente el crecimiento del crédito en el sector privado en 2018.

En último lugar, la crisis de 2001 y sus consecuencias en el sector bancario redujeron igualmente la confianza de los ahorradores en el sistema financiero, contribuyendo a la falta de profundidad del sector. Esta pérdida de confianza se ha visto reforzada por la inestabilidad macroeconómica que siguió a la crisis, así como por las intervenciones del gobierno anterior dentro del sector bancario (restricción de acceso a la divisa y política de control de capitales, control de los tipos de interés sobre los préstamos, etc.). Las recientes medidas de liberalización económica y el establecimiento en 2016 de una política monetaria de objetivos de inflación constituyen elementos que pueden tranquilizar a los distintos actores económicos y que contribuyen al aumento de los depósitos bancarios. No obstante, la profundización del sector seguirá siendo muy gradual, teniendo en cuenta el lento ritmo de reducción de la inflación y el mantenimiento de un alto nivel de tipo de interés que genera.

4.2. Un sector bancario sano, rentable y bien capitalizado

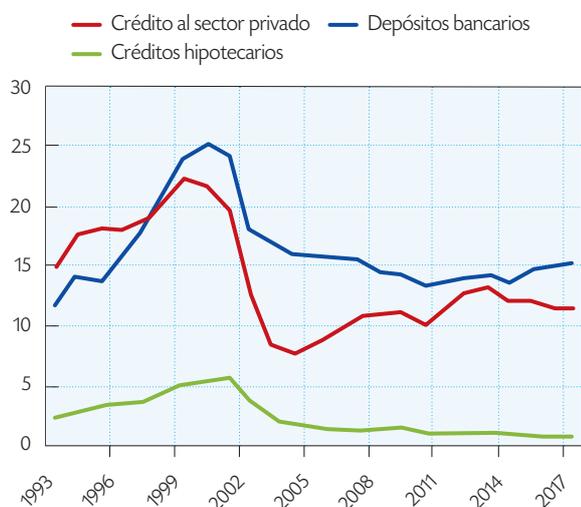
Los indicadores del balance de los bancos argentinos muestran un sector bancario globalmente sano, bien capitalizado y rentable (véase la tabla 2). El ratio de capital ponderado del riesgo era cercano al 16 % en 2017, muy por encima del límite del 8 % impuesto por Basilea 3.

Los bancos son igualmente rentables, como lo demuestran los altos niveles de rendimiento del activo (4,2 %) y de los fondos propios (35,8 %). Este alto índice de rentabilidad se explica por los considerables márgenes financieros practicados por los bancos, principalmente sobre los préstamos a corto plazo, que justifican por el alto nivel de inflación. En tales condiciones, la relativa distensión en el frente de la inflación entre 2016 y 2017, asociada a una mayor competencia dentro del sector, contribuye a la tendencia hacia la disminución de la rentabilidad observada en este periodo.

Por último, la cuota de los préstamos no productivos en el total de los préstamos se mantiene contenida en el 2 %. Además, estos están muy provisionados.

Gráfico 32

Crédito al sector privado, créditos hipotecarios y depósitos bancarios (en % del PIB)



Fuentes: Banco Central.

Tabla 2 Indicadores del balance del sector bancario

	2013	2014	2015	2016	2017
Coefficiente de solvencia					
Ratio de capital ponderado del riesgo	13,6	14,7	13,3	16,7	15,6
Rentabilidad					
Rentabilidad sobre activos (ROA)	5,0	6,1	6,1	5,3	4,2
Rendimiento de los fondos propios (ROE)	43,7	48,6	48,5	43,4	35,8
Composición y calidad del activo					
Tipo de interés de préstamos no productivos	1,7	2,0	1,7	1,8	1,8
Tipo de provisiones (en % del tipo de PNP [Préstamos no productivos])	-	147,8	139,7	148,4	139,0
Liquidez					
Depósitos / Préstamos	134,2	146,8	149,2	170,4	142,5

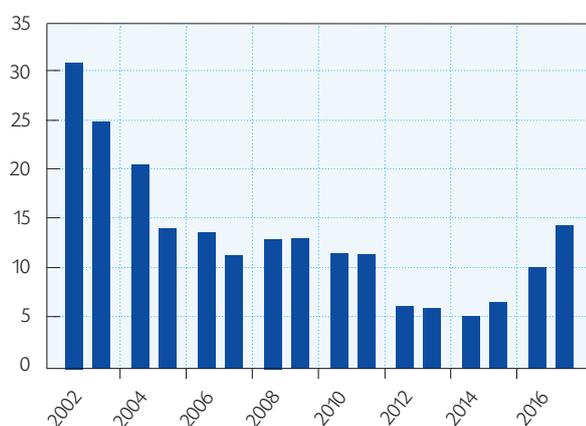
Fuentes: FMI (IFS – International Financial Statistics 2017).

La gestión del riesgo de cambio parece igualmente estar bajo control. La normativa bancaria impone que las empresas que obtengan préstamos en divisas del sector bancario deberán disponer de suficientes ingresos en divisas. En este contexto, la cuota de préstamos bancarios denominados en divisas se limita a menos del 15 % del total de los préstamos concedidos por el sector (véase el gráfico 33). Además, la posición exterior neta abierta (pasivo - activo denominado en divisas), de 1,2 % del capital reglamentario de los bancos en el primer semestre de 2017, está prácticamente equilibrada.

Sin embargo, la exposición de los bancos al riesgo soberano resulta importante y constituye una fuente de fragilidad del sector en caso de deterioro de las finanzas públicas. En efecto, la cuota de los compromisos bancarios en el sector público (crédito y títulos en manos del Estado, las provincias y a nivel local) representa más del 35 % del total de los compromisos bancarios (véase el gráfico 34).

Gráfico 33

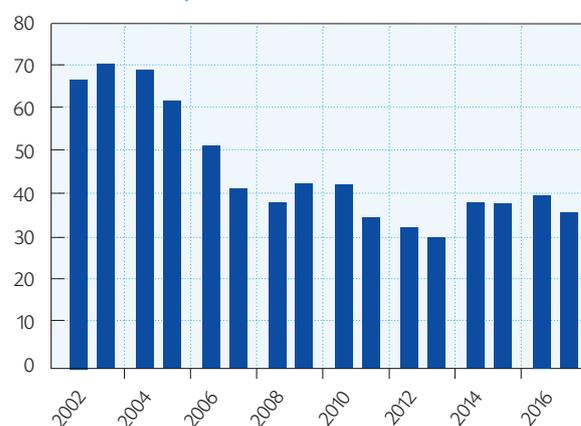
Cuota de los compromisos bancarios denominados en divisas (en % del total)



Fuentes: Banco Central, cálculos del autor.

Gráfico 34

Cuota de los compromisos bancarios en el sector público (en % del total)



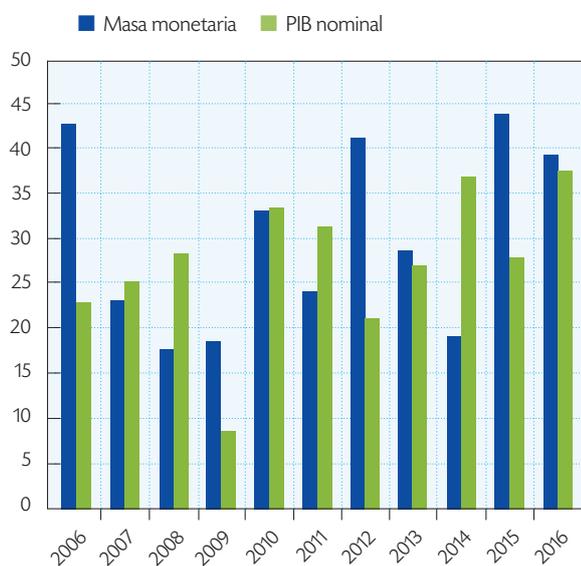
Fuentes: Banco Central, cálculos del autor.

4.3. Una política monetaria en busca de credibilidad

Desde 2012, el Banco Central ha contribuido de manera significativa a la financiación de los importantes déficits públicos del Estado mediante la creación de moneda (véase el gráfico 35). Entre 2012 y 2015, este mecanismo se ha traducido en un gran aumento de la masa monetaria en circulación, lo cual ha conllevado altos niveles de inflación. Por tanto, mientras que las estadísticas, manipuladas por las autoridades entre 2012 y 2015, hacen constar una inflación del 15 % de media durante el periodo, varios organismos privados la estiman más cercana al 30 %. La reestructuración del Instituto Nacional de Estadística y Censos desde 2016 ha permitido la publicación de cifras fiables de inflación para la provincia de Buenos Aires ^[28] a partir del segundo semestre del año (véase el gráfico 36).

Gráfico 35

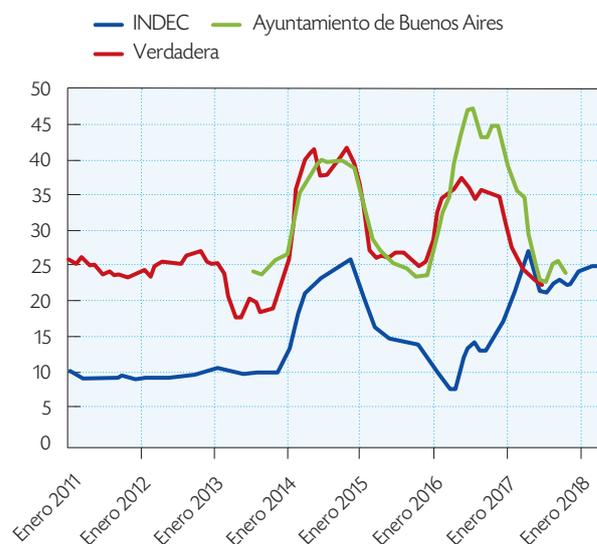
Índice de crecimiento del PIB nominal y de la masa monetaria (en %)



Fuentes: FMI (IFS), cálculos ECO.

Gráfico 36

Inflación oficial y estimaciones privadas (en % de deslizamiento anual)



Fuentes: INDEC, Ayuntamiento de Buenos Aires, Verdadera.com.

En septiembre de 2016, el Banco Central volvió a priorizar los objetivos de inflación en su política monetaria. Anunció como objetivo inicial reducir la inflación hasta entre 12 y 17 % en 2017, entre 8 y 12 % en 2018 y hasta 5 % en 2019 con un margen del 1,5 %. A pesar del cambio de política monetaria, si bien la monetización del déficit público ha disminuido, no se ha abandonado definitivamente. En 2016 y 2017, el Banco Central transfirió al Tesoro 160 000 millones de AR\$ (es decir, el 2 % del PIB y un cuarto del déficit público) y 150 000 millones de AR\$ (es decir, el 1,5 % del PIB y un quinto del déficit público) en forma de anticipos transitorios, respectivamente. Además, esta monetización del déficit público obliga al Banco Central a emitir títulos a corto plazo (LEBAC, cuyo vencimiento es inferior a 2 meses) a fin de esterilizar el exceso de liquidez así inyectado en la economía real. En junio de 2018, el stock de LEBAC representaba el 10 % del PIB.

[28] Mientras que en un principio solo se calculaba para la provincia de Buenos Aires, el INDEC publicó en julio de 2017 un indicador de precios al consumo para el conjunto del territorio argentino. Es este indicador que ahora utiliza el Banco Central para sus decisiones de política monetaria.

A principios de 2016, el Banco Central aumentó considerablemente sus tipos de interés a corto plazo (tipo de recompra a 7 días y tipo de las LEBAC a 35 días^[29]), lo cual permite que los tipos de interés reales vuelvan a ser positivos. Esta reducción no permitió sin embargo contener la inflación en 2016. Esta fue de más del 40 % de media para el año como consecuencia de la flexibilización del tipo de cambio del peso y de su depreciación con respecto al dólar que encareció el coste de los productos importados, así como del aumento de las tarifas en el sector del transporte y de la energía. Si bien se observó una relativa distensión en el frente de la inflación durante 2017, la misma se mantuvo alta, con un 24 % de media durante el ejercicio, muy por encima del objetivo inicialmente fijado.

La eficacia de la nueva política monetaria establecida por el Banco Central se ha encontrado con varias limitaciones:

- una baja bancarización de la economía que complica la eficacia de la transmisión de la política monetaria a la esfera real;
- un proceso de negociación y de indexación de los salarios nominales basado en la trayectoria pasada de inflación más que en prospectivas («*forward looking*»), en un contexto altamente inflacionista durante los últimos años;
- una política de reducción del déficit presupuestario que se basa en particular en la disminución de los distintos mecanismos de subvención a las tarifas de energía y transportes, poco compatible con el objetivo de política monetaria anunciado en términos de disminución de la inflación;
- el endurecimiento de la política monetaria que, a pesar de haber contribuido a que se produzcan entradas considerables de capital en el país, ha apreciado el tipo de cambio real, lo cual perjudica a la competitividad de las exportaciones argentinas sin conllevar sin embargo beneficios significativos en el plano de la inflación (Trésor, 2017).

Aunque había adoptado nuevos objetivos de inflación menos ambiciosos en diciembre de 2017^[30], el Banco Central revisó primero sus objetivos en el mes de junio en el contexto del establecimiento del programa del FMI. A finales de septiembre, estos objetivos de inflación fueron reemplazados por un

objetivo de control de la masa monetaria. En agosto de 2018, la inflación ascendía al 34 %. Además, con objeto de reforzar la eficacia de la política monetaria, las autoridades prevén igualmente una reducción de los compromisos del Banco Central respecto al Estado de 25 000 millones de USD para 2019. Anunciaron al mismo tiempo una disminución del stock de LEBAC, cuya renovación es una fuente de vulnerabilidad para el balance del Banco Central y para la evolución del tipo de cambio del peso, en 3,5 % del PIB de aquí a 2019.

Dado que sus intervenciones en el mercado cambiario no bastaron para contener la depreciación del peso desde el mes de abril de 2018, el Banco Central se vio obligado a proceder a varios aumentos considerables de su tipo de cambio de referencia. Entre el 27 de abril y el 30 de agosto de 2018, este aumentó 3 275 puntos básicos (pbs) hasta situarse actualmente en 60 % (véase el gráfico 37). Ahora bien, aunque un tipo de interés alto permite a Argentina atraer los capitales extranjeros para cubrir su gran necesidad de financiación externa, desanima sin embargo la inversión nacional y penaliza la competitividad externa al apreciar el tipo de cambio efectivo real.

Gráfico 37

Evolución del tipo de interés de referencia (en %)



Fuentes: Banco Central.

[29] Corresponde a los tipos de los títulos a corto plazo emitidos por el Banco Central en el contexto de sus operaciones de gestión de liquidez. Aunque se le consideraba como el instrumento principal de política monetaria entre 2015 y 2016, el Banco Central adoptó en enero de 2017 el valor medio del tipo de recompra a 7 días como instrumento principal de política monetaria.

[30] En 15 % en 2018, 10 % en 2019 y 5 % en 2020.

5 / El equilibrio externo sigue siendo frágil

5.1. Una cuenta corriente que ha pasado a ser estructuralmente deficitaria como reflejo de la competitividad en la exportación

La cuenta corriente de la balanza de pagos de Argentina, que era excedentaria entre 2002 y 2009, es ahora estructuralmente deficitaria (véase el gráfico 38). En 2017, el déficit corriente aumentó considerablemente hasta el 4,8 % del PIB. Es principalmente imputable al deterioro de la balanza comercial (véase el gráfico 39). En efecto, aunque era estructuralmente excedentario, el excedente comercial se redujo progresivamente durante la última década, tanto que la balanza comercial pasó a ser deficitaria en 2017 (-0,9 % del PIB).

Gráfico 38

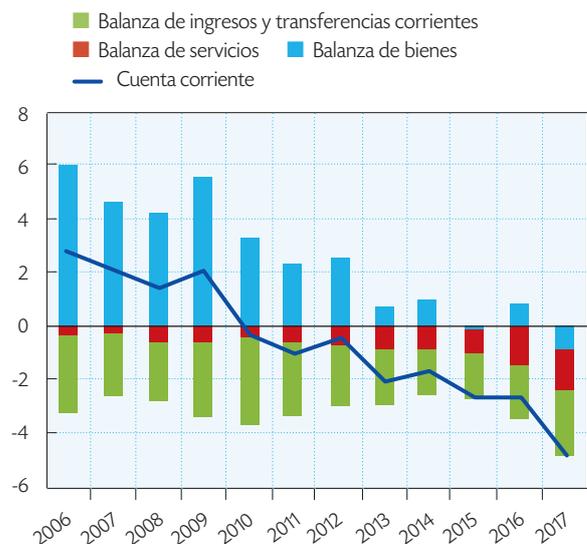
Evolución del saldo corriente de la balanza de pagos (en % del PIB)



Fuentes: FMI (WEO).

Gráfico 39

Desglose de la balanza corriente (en % del PIB)



Fuentes: INDEC, cálculos del autor.

El deterioro de la balanza comercial está asociado a los malos resultados de las exportaciones (véase el gráfico 40) que resultan en particular de:

- la estrategia de sustitución de importaciones adoptada bajo la administración Kirchner. Aunque esta estrategia ha permitido desarrollar nuevos sectores de la economía, también ha perjudicado su productividad y frenado su competitividad a nivel internacional;
- la introducción durante el mismo periodo de impuestos a las exportaciones de materias primas y de productos agrícolas, así como cuotas sobre el nivel de las exportaciones, han podido contribuir al estancamiento de la producción agrícola en volumen;
- la apreciación continua del tipo de cambio efectivo real como consecuencia de una moneda sobrevalorada en el contexto del *crawling peg* defendido por las autoridades entre 2011 y 2015^[31] y del alto nivel de inflación durante el mismo periodo;
- precios a la exportación de las materias primas menos favorables.

[31] Mediante, en particular, limitaciones fuertes de las compras de divisas.

Gráfico 40

Cuota de las importaciones y exportaciones de bienes (en % del PIB)

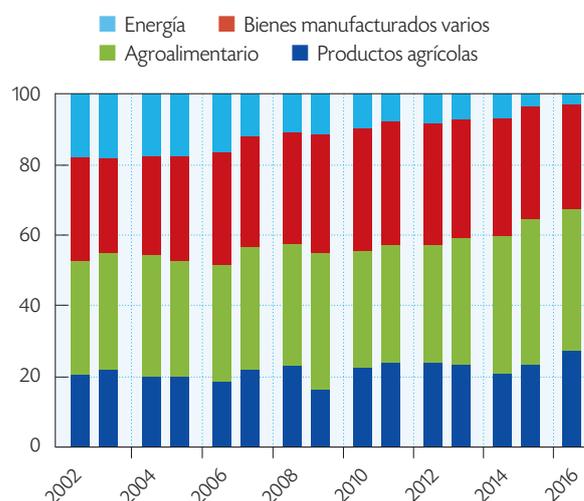


Fuentes: FMI (IFS), cálculos del autor.

La estructura de las exportaciones refleja el déficit de competitividad de numerosos sectores de la economía (véase el gráfico 41). La cuota de las exportaciones agrícolas y agroalimentarias (soja, maíz, trigo) –sectores en los que el país posee una ventaja neta comparativa– en el total de las exportaciones de bienes ha tendido a aumentar durante la última década. En 2016, el sector se benefició de la supresión de impuestos y cuotas sobre las exportaciones de productos agrícolas, de modo que estas representaban dos tercios de las exportaciones totales de bienes. Esta fuerte concentración hace que el comercio exterior sea vulnerable a la evolución de los precios mundiales de los productos agrícolas. En cuanto a las importaciones, Argentina sigue siendo dependiente de las importaciones energéticas (el 10 % del total de las importaciones durante la última década), a pesar de los abundantes recursos naturales todavía sin explotar.

Gráfico 41

Desglose de las exportaciones por tipo de bienes (en % del total)



Fuentes: INDEC, cálculos del autor.

En términos geográficos, las exportaciones se ven expuestas a las dificultades económicas a las que se enfrenta Brasil, primer socio comercial de Argentina (15,6 % del total de las exportaciones en 2016) y, en menor medida, a la ralentización económica de China, segundo socio comercial del país (el 8 % del total de las exportaciones). En el ámbito regional, Argentina es miembro del Mercado Común del Sur (Mercosur) cuya estrategia en términos de acuerdos comerciales no está muy activa: los acuerdos comerciales celebrados por el Mercosur con el resto del mundo cubren menos del 10 % del PIB mundial. A modo de comparación, los acuerdos comerciales celebrados por Perú o Chile cubren entre el 70 % y el 90 % del PIB mundial (OCDE, 2017).

En diciembre de 2015, las autoridades decidieron flexibilizar la política de cambio, lo cual conllevó una depreciación del peso del 40 % que corrigió así su sobrevaloración. Aunque esta medida permitió reactivar provisionalmente la competitividad del precio de las exportaciones, el beneficio se vio rápidamente erosionado por un alto nivel de inflación e importantes entradas de capitales que contribuyeron a la apreciación del tipo de cambio efectivo real durante los últimos dos años (véase el gráfico 42). Según el FMI (2017), la sobrevaloración del tipo de cambio se encontraba entre el 10 y el 25 % a finales de 2017 con respecto a los factores económicos fundamentales. Aunque el deslizamiento del peso en 2018 haya tenido como efecto la restauración de una cierta competitividad de



los precios de las exportaciones argentinas, la cuenta corriente de la balanza de pagos debería no obstante seguir siendo deficitaria en 2018 y 2019, habida cuenta de la baja tasa de apertura del país, la inelasticidad de las exportaciones frente a las variaciones del tipo de cambio y la reintroducción de un impuesto a las exportaciones.

Argentina con los fondos buitres excluyó al país de los mercados internacionales de capitales. En este contexto, el nivel de IED se mantuvo bajo (en el 1,6 % del PIB), mientras que los flujos de cartera fueron prácticamente inexistentes entre 2011 y 2015 (véase el gráfico 43), de modo que lo fundamental de la financiación del déficit corriente se realizó a partir de drenajes a las reservas de divisas del país (véase el gráfico 44).

Gráfico 42

Tipo de cambio efectivo real – base 100 en 2010 (aumento = apreciación)



Fuentes: JP Morgan.

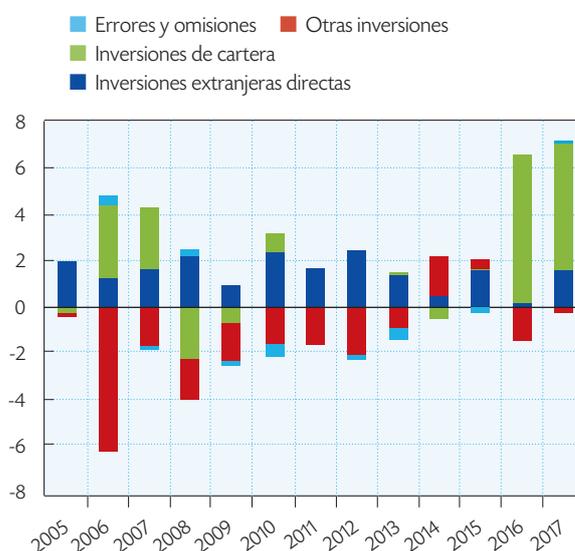
5.2. Aumento de los flujos de cartera entrantes tras la supresión de las restricciones externas

Entre 2011 y 2015, la inversión de las condiciones del intercambio desfavorable para Argentina y la voluntad de las autoridades de mantener un peso fuerte para evitar las tensiones inflacionistas condujeron a la instauración de medidas de control de los capitales, impidiendo las salidas de divisas y apoyando el régimen de cambio del país.

En dicho periodo, las empresas exportadoras se vieron obligadas a cambiar sus divisas por pesos en el mercado nacional. Las compras de divisas por los residentes estuvieron limitadas por distintas normativas: prohibición de compra de divisas por motivos de ahorro, tasa del 35 % sobre las compras con tarjetas de crédito en el extranjero, etc. Estas medidas conllevaron la creación de un mercado cambiario paralelo. Afectaron igualmente la capacidad de las empresas para repatriar sus dividendos y castigó la inversión extranjera directa (IED) en el país. Al mismo tiempo, la acción judicial que enfrentaba a

Gráfico 43

Modo de financiación del déficit corriente (en % del PIB)



Fuentes: FMI (Estadísticas de la balanza de pagos – BOPS), cálculos del autor.

Gráfico 44

Variación de las reservas de divisas (en miles de millones de USD)



Fuentes: FMI (BOPS).

En diciembre de 2015, la llegada al poder de Mauricio Macri marcó un cambio en las orientaciones de política económica en términos de financiación externa. El nuevo gobierno suprimió así las medidas de control de los capitales y flexibilizó el cambio de divisas. Además, el acuerdo logrado con los fondos buitres en febrero de 2016 permitió al país regresar a los mercados internacionales de capitales.

Aunque la necesidad de financiación externa de la economía aumenta, esta está ahora esencialmente cubierta por flujos de cartera entrantes (5,4 % del PIB en 2017), mientras que las entradas de IED siguen siendo todavía bajas (1,7 % de PIB). Esta modalidad de financiación, más volátil, expone a la economía a los cambios del mercado y a los debilitamientos de las entradas de capital, como se observó en 2018. Obliga al Banco Central a mantener tipos de interés de referencia en un nivel alto para atraer los capitales, incluso cuando esta política monetaria contribuye a la apreciación del tipo de cambio real y penaliza la competitividad externa de la economía. En junio de 2018, el FMI estimaba la necesidad de financiación externa del Estado en 94 000 millones de USD para el resto de 2018 y en 125 000 millones de USD para 2019.

5.3. La liquidez externa de nuevo orientada a la baja

Entre 2011 y 2015, la práctica paridad del peso frente al dólar (véase el gráfico 45), defendida por las autoridades en el contexto del *crawling peg* y su reticencia a devaluar pese a las condiciones desfavorables de cambio de divisas, conllevaron una intervención masiva del Banco Central en el mercado cambiario. En este contexto, las reservas de divisas alcanzaron un mínimo de 23 400 millones de USD a finales de 2015.

La flexibilización del tipo de cambio en diciembre de 2015 y las numerosas emisiones de obligaciones realizadas por el país en 2016 permitieron recuperar el nivel de reservas de divisas (véase el gráfico 46). Una parte considerable de dichas reservas (10 400 millones de USD) procede igualmente de un swap de divisas con el renminbi (RMB) celebrado con China y que se renovó por un periodo de 3 años en julio de 2017. En el primer trimestre de 2018, las reservas de divisas ascendían a más de 60 000 millones de USD, es decir, el equivalente de cerca de 7 meses de importaciones de bienes y servicios. Representaban igualmente el 115 % del indicador compuesto del FMI, el cual permite comprender con mayor precisión el nivel adecuado de reservas necesarias para un país^[32]. Exceptuando el swap con China, las reservas disminuyen a 4,8 meses de importaciones.

Gráfico 45

Tipo de cambio peso / dólar
(Base 100 en 2011; disminución = depreciación;
última actualización en diciembre de 2017)



Fuentes: Macrobond, cálculos del autor.

Gráfico 46

Reservas de divisas en miles de millones de USD
y en meses de importaciones de bienes y servicios
(última actualización en el 1^{er} trimestre de 2018)



Fuentes: FMI (IFS), cálculos del autor.

[32] Este indicador es calculado a partir de los ingresos de las exportaciones, de la deuda externa a corto plazo, de la oferta de dinero O2, y de los otros pasivos financieros.



La reciente crisis de cambio que atravesó el país ha perjudicado no obstante la estrategia de reconstrucción de las reservas de divisas (véanse los gráficos 47 y 48). Desde principios de 2018, Argentina se ha visto afectada por la subida de los tipos de interés estadounidenses que conlleva una pérdida de rendimiento de las inversiones en los países emergentes. A este factor se suma una disminución de la credibilidad de la política monetaria.

En este contexto, el peso argentino ha tendido a depreciarse desde principios de año, llevando al Banco Central a intervenir en el mercado cambiario de manera prácticamente ininterrumpida. La decisión del gobierno de poner fin a la exención del impuesto del 5 % sobre las plusvalías financieras de los no residentes a partir del 27 de abril de 2018 acentuó la salida de capitales y la depreciación del peso (-18 % entre el 27 de abril y el 14 de mayo). En agosto de 2018, el anuncio del presidente Macri de una solicitud de acceso anticipado a los fondos del FMI provocó un nuevo episodio de fuerte depreciación del tipo de cambio del peso (-17 % durante la jornada del 30 de agosto).

Para hacer frente a esta depreciación, el Banco Central se vio obligado a subir en varias ocasiones sus tipos de interés de referencia (+3 275 pbs en total) y a proceder a nuevas intervenciones masivas en el mercado de divisas (véase el capítulo 4.3). Al mismo tiempo, el ministro de Finanzas ha anunciado una disminución de su objetivo de déficit primario al 2,6 % del PIB para 2018 y un retorno al equilibrio de saldo primario en 2019, medidas destinadas a tranquilizar a los mercados financieros y limitar la necesidad de financiación del sector público. En total, el peso argentino se ha depreciado más del 50 % respecto al dólar desde principios de 2018. Además, mientras que el primer tramo de 15 000 millones de USD del préstamo del FMI celebrado en junio había permitido al Banco Central reconstituir sus reservas de divisas, estas disminuyeron de nuevo considerablemente a medida que se produjeron las intervenciones en el mercado cambiario entre junio y septiembre. Al 15 de septiembre de 2018, estaban por debajo de los 50 000 millones de USD. En septiembre de 2018, el Banco Central anunció nuevos criterios para limitar sus intervenciones en el mercado cambiario. A partir de ahora, solo intervendrá cuando el tipo de cambio se encuentre entre los 34 AR\$ y los 44 AR\$ por 1 USD.

Gráfico 47

Tipo de cambio peso / dólar
(Base 100 a 1 de enero de 2018;
disminución = depreciación)



Fuentes: Macrobond, cálculos del autor.

Gráfico 48

Evolución de las reservas de cambio en 2018
(en miles de millones de USD)



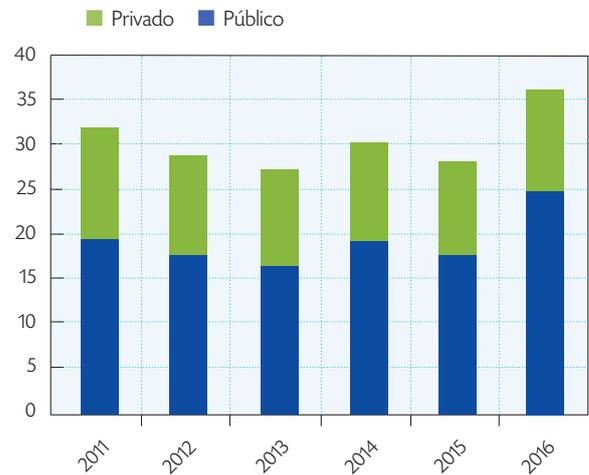
Fuentes: Banco Central.

En términos de solvencia, el periodo 2006-2015, caracterizado por un acceso limitado de Argentina a los mercados financieros internacionales, vio la sustitución de la deuda pública externa por financiación con el Banco Central. Esta voluntad de reducción de la deuda externa conllevó una disminución de la misma, la cual pasó del 58 % del PIB en 2006 al 28 % del PIB en 2015. Sin embargo, la deuda externa ha aumentado cerca de 10 puntos del PIB en dos años, impulsada por la progresión de la deuda externa pública (26 % del PIB) tras las numerosas emisiones de obligaciones del Estado argentino (véase el gráfico 49). Al mismo tiempo, la deuda externa privada se ha mantenido en el 11 % del PIB y corresponde fundamentalmente a las empresas no financieras.

Aunque la cuota de la deuda externa contraída a corto plazo ha tendido a disminuir, esta ascendía todavía a más del 12 % del PIB en 2017 (véase el gráfico 50). El deterioro de las condiciones de mercado, tal como se ha observado en 2018, puede afectar el coste de refinanciación de la deuda a corto plazo. Por último, cerca del 95 % de la deuda externa está denominada en divisas y, por tanto, está sujeta al riesgo de cambio. El análisis de viabilidad de la deuda del FMI (2018) indica que una depreciación permanente de 30 % del peso conduciría a un aumento de la deuda externa hasta el 72 % del PIB de aquí a 2023.

Gráfico 49

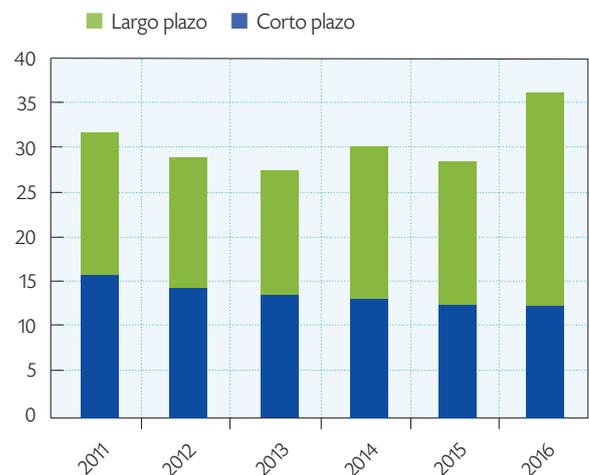
Deuda externa de Argentina por sectores institucionales (en % del PIB)



Fuentes: FMI (artículo IV), cálculos del autor.

Gráfico 50

Deuda externa de Argentina por vencimiento (en % del PIB)



Fuentes: FMI (artículo IV), INDEC; cálculos del autor.

Lista de acrónimos y abreviaturas

AR\$	Peso argentino	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
ALC	América Latina y el Caribe	PBS	Puntos básicos
ANSES	Administración Nacional de la Seguridad Social	PIB	Producto Interior Bruto
AVD	Análisis de viabilidad de la deuda	Pymes	Pequeñas y medianas empresas
BID	Banco Interamericano de Desarrollo	PNP	Préstamos no productivos
BOPS	Estadísticas de la balanza de pagos	PPA	Paridad de poder adquisitivo
CDS	Permuta de incumplimiento crediticio	PIMA	Países de ingresos medianos altos
CEP	Centro de Estudios de la Productividad	RMB	Renminbi (divisa de la República Popular China)
CGT	Confederación General del Trabajo	SEDLAC	Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe
FBCF	Formación Bruta de Capital Fijo	IVA	Impuesto al Valor Añadido
FMI	Fondo Monetario Internacional	USD	Dólares americanos
IED	Inversión Extranjera Directa	VA	Valor Añadido
EFI	Estadísticas Financieras Internacionales	WDI	Indicadores del Desarrollo Mundial
INDEC	Instituto Nacional de Estadística y Censos	WEO	Perspectivas de la Economía Mundial
LEBAC	Letras del Banco Central	YPF	Yacimientos Petrolíferos Fiscales
MERCOSUR	Mercado Común del Sur		

Referencias bibliográficas

- EMBAJADA DE FRANCIA (2017)**, *Le secteur bancaire argentin*, Buenos Aires.
- EMBAJADA DE FRANCIA (2017)**, *La fiscalité en Argentine*, Buenos Aires.
- BANCO MUNDIAL (2016)**, *The Credibility of Economic Policy Making in Argentina, 1989-2015*, Washington D.C.
- BATTISTINI O. (2013)**, *Un syndicalisme entre représentation et représentativité*, Chronique internationale de l'IRES.
- BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (2017)**, *Financial Stability Report – First Half 2017*, Buenos Aires.
- BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (2017)**, *Monetary Policy Report*, Buenos Aires.
- CARLUCCIO J. Y J. RAMOS-TALLADA (2016)**, « L'Argentine après le défaut : conditions d'accès aux marchés internationaux de capitaux et choix de politiques économiques non conventionnelles », *Revue d'économie financière*, n° 124.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (2013)**, *La industria argentina frente a los nuevos desafíos y oportunidades del siglo XXI*, Santiago de Chile.
- COREMBERG A. (2017)**, "This Was Not Argentina's Growth and Productivity Decade", *Forthcoming Paper International Productivity Monitor World KLFMS*, Special Issue, Madrid.
- EIU (2017)**, "Argentina: Country Report", Economist Intelligence Unit
- FAURE F. Y BERSINGER S. (2016)**, « Argentine: changement de cap », Nota económica de BNP Paribas, París.
- FMI (2017)**, "Argentina: Request for Stand-By Arrangement – Press Release and Staff Report".
- FMI (2017)**, «Argentina: Selected Issues».
- FMI (2017)**, "Argentina – Staff Report for the 2017 Article IV Consultation".
- FMI (2016)**, "Argentina: Selected Issues".
- FMI (2016)**, «Argentina – Staff Report for the 2016 Article IV Consultation».
- FMI (2016)**, "Argentina – Financial System Stability Assessment".
- FMI (2013)**, "Press Release: Statement by the IMF Executive Board on Argentina".
- GIANELLA C. Y L. PUPPETO (2016)**, « Le financement de l'économie argentine : la période post-crise et les perspectives », *Revue d'économie financière*, n° 124.
- NEUMEYER, P.A Y SANDLERIS G. (2010)**, "Understanding Productivity during the Argentine Crisis", *Business School Working Papers*, Buenos Aires.
- OCDE (2017)**, "Argentina – Multi-dimensional Economic Survey", París.
- OCDE (2016)**, « Argentine – Synthèse », *Études économiques*, París.
- PERRAUD A. (2014)**, « Analyse de l'évolution des dispositifs de restructuration de dettes souveraines », nota interna, AFD, París.
- PRÉVÔT-SCHAPIRA M.-F. (2011)**, « L'Argentine des Kirchner, dix ans après la crise », *Problèmes d'Amérique latine*, n° 82.
- PRÉVÔT-SCHAPIRA M.-F. (1998)**, *Argentine : une débâcle fédérale*, Universidad de Paris 8, París.
- ROUQUIER, A. (2016)**, *Le siècle de Perón*, Editions du Seuil, París.
- SAMPLES T. (2014)**, "Rogue Trends in Sovereign Debt: Argentina Vulture Funds, and Pari Passu under New York Law", *North-western Journal of International Law & Business*.
- TRÉSOR (2017)**, « Succès et défis de l'économie argentine », *Trésor-Eco*, n° 204, París.
- TRÉSOR (2014)**, « L'Argentine, les vautours et la dette », *Trésor-Eco*, n° 136, París.

MACRODEV (Macroeconomía y Desarrollo)

Esta colección tiene por objetivo presentar los trabajos realizados por los economistas de la AFD en el ámbito de la macroeconomía del desarrollo. Ofrece análisis centrados en un país, en una región o en retos de naturaleza macroeconómica asociados al proceso de desarrollo.

Los análisis y las conclusiones de este documento se formulan bajo la responsabilidad de sus autores. No reflejan necesariamente el punto de vista de la AFD ni de sus instituciones colaboradoras.

Director de la publicación:

Rémy Rioux

Director de la redacción:

Thomas Melonio

Agence Française de Développement
5, rue Roland Barthes – 75598 Paris cedex 12
Tel.: +33 (0)1 53 44 31 31 – www.afd.fr

Depósito legal: 1^{er} trimestre de 2019
ISSN : 2116-4363